

4

August 2016
Ročník 24

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



BILITACE



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Leto v Múzeu mincí a medailí

Múzeum mincí a medailí v Kremnici vo svojich expozíciách ponúka erudovaný prehľad o histórii peňazí na Slovensku. Širokej verejnosti tak sprístupňuje kultúrne bohatstvo ukryté v zbierkových predmetoch a jednotlivých objektoch. Leto však prináša uvoľnenejšiu atmosféru aj do múzea. Múzeum mincí a medailí v Kremnici sa v letných mesiacoch snaží priblížiť návštevníkom, ktorí si užívajú čas prázdnin, aj prostredníctvom svojich podujatí.

Predzvestou leta je tradične májová NOC MÚZEÍ A GALÉRIÍ. Celoeurópske múzejné podujatie sa konalo v sobotu 21. mája. V Múzeu mincí a medailí to bol už jedenásty ročník tohto podujatia.



Po prvýkrát sa k nemu pridala aj Mincovňa Kremnica. Spolu pripravili pestrý program, ktorý návštevníkom podujatia poskytol vzácnu príležitosť, zažiť dve dominanty Kremnice – Mestský hrad a mincovňu – v moci noci.

Noc múzeí na Mestskom hrade bola tento rok venovaná 20. výročiu sprístupnenia expozícií Mestského hradu v takej podobe, ako ich poznáme dnes. Návštevníci sa mohli zoznámiť s rôznymi podobami Mestského hradu v minulosti a porovnať ich so súčasnosťou. Dozvedeli sa tiež zaujímavosti z priebehu obnovy a reštaurovania hradu, ktoré odkrylo pôvodnú krásu architektonických objektov i vzácných predmetov vystavených v rámci expozícií. Novinkou bolo špeciálne vydanie Múzejných novín, ktoré mohli spoluvytvárať samotní návštevníci.

Na úvod večera kúzelník Wolf predviedol magickú show plnú kúziel i komických gagov. Nasledovalo vystúpenie malých hudobníkov – žiakov Základnej umeleckej školy J. L. Bellu v Kremnici v Kostole sv. Kataríny. Večer na hrade vyvrcholil koncertom kapely Spirit Band, ktorá ponúkla overené svetové hity. Záver Noci múzeí patrilo zasa Mincovní Kremnica a špeciálnym nočným prehliadkam expozície mincovne.

Sériu letných aktivít múzeum zahájilo podujatím na dlhodobej výstave Pôvab kameninových záhrad pod názvom ČARO KERAMIKY. Pestrý program čakal na návštevníkov v sobotu 16. júla. Návštevníci múzea si mohli vyskúšať prácu na hrčiarском kruhu či iné tvorivé aktivity. Novinkou bola možnosť zúčastniť sa na dvoch kreatívnych workshopoch s prvkami arteterapie, ktoré viedla sochárka a vysokoškolská pedagogička prof. Jaroslava Šicková-Fabrics.

Múzeum sa tiež zapojilo do podujatia pod názvom DOBÝJANIE MESTA KREMNICA – CECHOVÉ HODY KREMNIČKÉ, organizovaného mestom Kremnica v spolupráci s Občianskym združením Schatmansdorf 22. a 23. júla. Historický festival predstavil obdobie prelomu 14. a 15. storočia v Kremnici. Návštevníci mesta v týchto dňoch mohli zažiť rytiersky turnaj, šermiarske vystúpenie či tradičný remeselný trh. V expozíciách Múzea mincí a medailí na Mestskom hrade a nádvorí expozície Líce a rub peňazí bol vytvorený šľachtický a sedliacky dvor. Okrem toho múzeum ponúklo viacero prednášok z histórie stredovekej Kremnice.

V sobotu 30. júla sa na Mestskom hrade v Kremnici uskutočnil PIKNIK NA HRADE. Návštevníkov



(Pokračovanie na 3. str. obálky)



Leto v Múzeu mincí a medailí

(Pokračovanie z 2. str. obálky)

zabavil obľúbený kúzelník Wolf. Pre všetky hravé náture bol pripravený kútik hier a hlavolamov. Návštevníci si, samozrejme, mohli prezrieť všetky expozície Mestského hradu. Prehliadky Kostola sv. Kataríny boli obohatené o ukážky organovej hudby. Pripravená bola tiež prezentácia historických zbraní. Letné osvieženie na hrade ponúkla improvizovaná čajovňa a dobové dobroty.

V pondelok 8. augusta bola v galérii múzea sprístupnená medzinárodná výstava KARIKATURISTI, ktorá je tradične súčasťou programu európskeho festivalu humoru a satiry Kremnické gagy. Výstava predstavuje práce slovenských a zahraničných karikaturistov, nominovaných na festivalové ocenenie Zlatý gunár v kategórii karikatúry a iné recesistické výtvarné diela. Vernisáž výstavy spojená s dražbou čistého papiera sa uskutoční počas samotného festivalu v piatok 26. augusta o 16.00 hodine. Výstava potrvá do 16. septembra 2016.

Vo štvrtok 11. augusta vystúpila v Kostole sv. Kataríny na zahajujúcom koncerte festivalu poézie, divadla a hudby CAPALEST/CAPALEST V REGIÓNE šansoniérka Mari Kazué. Mari Kazué sa narodila v Japonsku a žije vo Francúzsku od roku 1992. Venuje sa spevu, divadlu a japonským tradičným tancom. Jej mysteriózna a zároveň jemnocitná choreografia je plná ľudskosti a prístupná každému. Vystúpenie Mari Kazué v Kostole sv. Kataríny na klavíri sprevádzal Patrick Claude Vasori. Kremnickému publiku predstavili najznámejšie šansóny Edith Piaf i menej známe skladby tohto žánru.

V sobotu 13. augusta 2016 na podujatí PRÍBEHY V MÚZEU ožili v expozícii Líce a rub peňazí ďalšie príbehy z dejín mesta. Tentokrát sa návštevníci dozvedeli zaujímavosti z čias baroka – obdobia prosperity a rozmachu mesta.

Leto pomaly vrcholí a v Múzeu mincí a medailí pripravujeme ešte jedno letné podujatie. V piatok večer 19. augusta privíta návštevníkov Mestský hrad. V rámci podujatia LETNÉ NOCI MÚZ budú znieť v Kostole sv. Kataríny známe muzikálové melódie spolu s pestrou hudobnou zmesou iných žánrov. Samozrejme, tento večer ponúkne tradične aj prehliadky Mestského hradu a vyhlíadku na nočné mesto z veže Kostola sv. Kataríny, ako aj ďalší sprievodný program. Sériu letných podujatí uzavrú septembrové DNI EURÓPSKEHO KULTÚRNEHO DEDIČSTVA. V piatok 16. septembra vystúpia v Kostole sv. Kataríny na Mestskom hrade Novojičičský stredoškolský spevácky zbor Puellae et Pueri a ZUŠ J. L. Bellu v Kremnici.

Múzeum mincí a medailí v Kremnici sa opäť snažilo v čase prázdnin a dovoleníek spojiť dobrodružstvo poznávania s príjemnou zábavou a letným osviežením. A keďže leto sa ešte nekončí, srdečne vás pozývame na návštevu našich expozícií a podujatí.

Erika Haas Kianičková
Foto: Archív MMM





BIATEC
Odborný bankový časopis
August 2016

Vydavateľ:
Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1
813 25 Bratislava
IČO: 30844789

Redakčná rada:
doc. Ing. Jozef Makúch, PhD. (predseda)
Mgr. Júlia Čillíková
Ing. Juraj Jánošík
Ing. Renáta Konečná
PhDr. Jana Kováčová
Mgr. Martin Šuster, PhD.

Redakcia:
Ing. Alica Polónyiová
tel.: 02/5787 2153
fax: 02/5787 1128
e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 6-krát do roka
Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €
Ročné predplatné: 12 €
Poštovné hradí predplatiteľ.

**Objednávky na predplatné v SR
a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:**
Mediaprint-Kapa Pressegrasso, a. s.,
oddelenie inej formy predaja
P.O.BOX 183, 830 00 Bratislava 3
tel.: 02/49 893 564, 02/49 893 565,
02/49 893 566, 0800/188 826
fax: 02/32 222 256
e-mail: predplatne@abompkapa.sk
Termín odovzdania rukopisov: 3. 8. 2016
Dátum vydania: 15. 8. 2016
Evidenčné číslo: EV 2817/08
ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber
Typo & lito: AEPRESS, s.r.o.
Tlač: i+i print, spol. s r.o.

Časopis je dostupný v elektronickej
forme na internetovej stránke
Národnej banky Slovenska:
<http://www.nbs.sk>

Niektoré príspevky môžu byť publikované
v inom ako slovenskom jazyku. Anotácie
príspevkov v anglickom jazyku sú uvedené
na poslednej strane časopisu.

Všetky práva sú vyhradené. Akékoľvek
reprodukcie tohto časopisu alebo jeho časti
a iné publikovanie vrátane jeho elektronickej
formy nie sú povolené bez predchádzajúceho
písomného súhlasu vydavateľa.

REGULÁCIA FINANČNÉHO TRHU

Aktuálne otázky regulácie finančného trhu 2
(Júlia Čillíková)

Nariadenie PRIIP – súvisiace budúce právomoci, resp. povinnosti
príslušných orgánov dohľadu a budúce povinnosti relevantných
subjektov na finančnom trhu 3
(Vladimír Hladký)

Témy slovenského predsedníctva v Rade Európskej únie v oblasti
regulácie finančného trhu 6

MiFID II – vybrané otázky novej právnej regulácie 11
(Filip Oller)

FINANČNÉ TRHY

Sú záporné dolárové swapové spready novým štandardom? 15
(Ludovít Kútnik)

MAKROEKONOMICKÉ OTÁZKY

Fiscal multipliers in Slovak economy
DSGE simulation 22
(Juraj Zeman)

BANKOVKY A MINCE

Predstavujeme 50-eurovú bankovku série Európa 27

INFORMÁCIE

Do práce na bicykli – víťazstvo NBS v kategórii najviac tímov
u jedného zamestnávateľa 5

Zlepšenie odolnosti bankového systému eurozóny 10

Banková rada NBS rozhodla o zvýšení miery proticyklického
kapitálového vankúša 30

Ponuka podujatí Inštitútu bankovéhovzdelávania NBS, n. o. 31

ENGLISH SUMMARY

English summary 32



Aktuálne otázky regulácie finančného trhu

Júlia Čillíková
Národná banka Slovenska

V poslednom desaťročí sa výrazne zvýšil počet rôznych predpisov, usmernení a regulačných iniciatív týkajúcich sa finančného trhu. Ich rozsah, dosah ale aj frekvencia priamoúmerne narastá. Globálne trhy sú nesporne motorom rastu ekonomiky. Tá však, aj z dôvodu stále rozšírenejšej internetovej ekonomiky, konštantne prináša nové produkty a spôsoby ich distribúcie. Na túto situáciu, s cieľom chrániť spotrebiteľa i trhy samotné, reagujú národní, európski a svetoví regulátori, čo je tiež dôvodom komplexnosti a rozsiahlosti dnešnej podoby akejsi niekoľkotisícstranovej zbierky predpisov vo finančnom svete.

- 1 Úplné znenie týchto predpisov je možné nájsť napríklad na stránke <http://eur-lex.europa.eu>. Na stránke Národnej banky Slovenska <http://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/legislativa/pravo-europskej-unie> je možné nájsť túto reguláciu prehľadne zatriedenú a umožniť jej vyhľadávanie podľa jednotlivých sektorov, dátumu účinnosti a druhu dokumentu.
- 2 http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2011/biatec0111.pdf. Reguláciu, ktorú vydávajú, je možné nájsť na ich webových sídlach a opätovne v prehľadnej forme a s možnosťou vyhľadávania na vyššie uvedenej adrese na webovom sídle NBS.
- 3 <http://www.iaisweb.org>
- 4 www.iopsweb.org
- 5 <https://www.iosco.org>

Časť iniciatív v oblasti regulácie finančného trhu prichádza z Európy, v súlade so schváleným Lamfalussyho plánom prípravy legislatívy vo finančnom sektore, k čomu sa neskôr pripája De Larosierov plán, Liikanenova správa alebo súčasný Junckerov plán, známy ako únia kapitálových trhov. Ďalšia časť je globálna, patrí sem napríklad regulácia bazilejské pravidlá kapitálovej primeranosti alebo požiadavky solventnosti pre poisťovníctvo. Napokon sú tu aj iniciatívy na národnej úrovni, ktoré buď spomínané európske a globálne iniciatívy implementujú, alebo ich prispôsobujú a dopĺňajú na obraz národného trhu.

Európske regulačné iniciatívy prichádzajú z viacerých úrovní. Smernice a nariadenia priamo z Bruselu – z Európskej komisie, Európskeho parlamentu a Rady.¹ Okrem toho regulátoru právomoc pre európsky finančný trh majú aj európske orgány dohľadu (ESA).²

Medzi globálne inštitúcie, ktoré majú vplyv na smerovanie finančného trhu, patrí Bazilejský výbor pre bankový dohľad v oblasti bankovníctva, Medzinárodná asociácia dohľadov nad poisťovníctvom (IAIS) v oblasti poisťovníctva,³ Medzinárodná organizácia dohľadov nad penziami (IOPS) v oblasti dôchodkov⁴ a Medzinárodná asociácia dohľadov nad cennými papiermi (IOSCO) v oblasti kapitálových trhov⁵.

Ani pre profesionála na finančnom trhu nie je vždy úplne jednoduché zorientovať sa v spleti regulácií, iniciatív a nových skratiek, ktoré prinášajú, nieto ešte pre laika. Pracovníci odboru regulácie Národnej banky Slovenska denne prichádzajú do styku s takýmito dokumentmi a už v minulosti publikovali množstvo článkov a informácií na aktuálne témy. Na druhej strane sa snáď rovnako často stretávame so žiadosťami o priblíženie či vysvetlenie aktuálneho diania v oblasti regulácie

finančného trhu, prípadne o odkaz na príslušné predpisy.

V časopise BIATEC dlhodobo uverejňujeme články, ktoré mapujú dianie na finančnom trhu v oblasti regulácie. V krátkodobom horizonte plánujeme doplniť na internetovú stránku Národnej banky Slovenska aj knižnicu článkov a informácií týkajúcich sa regulácie finančného trhu, v ktorej bude umožnené jednoduché vyhľadávanie, aby sme pomohli ušetriť čas pri zorientovaní sa v danej problematike. Naďalej však budeme pokračovať v našom dlhodobom záujme prinášať informácie o dianí na finančnom trhu v oblasti regulácie.

V tomto vydaní časopisu BIATEC ponúkame čitateľom základnú informáciu o nariadení o poskytovaní kľúčových informácií týkajúcich sa investičných produktov, pracovne nazývanom nariadenie PRIIP, ktoré spolu s vykonávacími predpismi nadobudne účinnosť koncom roka. Do ďalších čísiel pripravujeme informáciu o európskej úprave whistleblowingu vo finančnej regulácii a článok o aktuálnej téme FINTECH.

Keďže Slovenská republika od prvého júla prevzala predsedníctvo v Rade Európskej únie, v tomto vydaní časopisu BIATEC ponúkame čitateľom aj článok o aktuálnych témach v oblasti regulácie finančného trhu, ktoré sa budú prerokúvať v rámci slovenského predsedníctva na európskej úrovni. Národná banka Slovenska bude participovať na diskusiách týkajúcich sa vytvorenia únie kapitálových trhov, dobudovania bankovej únie s dôrazom na jej druhý a tretí pilier a na zjednotenie pravidiel Paktu stability a rastu. V rámci boja proti terorizmu sa sústreďujú na problematiku prania špinavých peňazí a v poisťovníctve bude podporovať snahu o skvalitnenie regulácie v oblasti povinného zmluvného poistenia zodpovednosti za vedenie motorového vozidla.



Nariadenie PRIIP

Súvisiace budúce právomoci, resp. povinnosti príslušných orgánov dohľadu a budúce povinnosti relevantných subjektov na finančnom trhu

Vladimír Hladký
Národná banka Slovenska

Finančné trhy v súčasnosti ponúkajú čoraz širšie spektrum špecifických investičných finančných produktov, ktoré bývajú často zložité a pre investorov ťažko zrozumiteľné. V tejto súvislosti je dôležitým predpokladom na zvýšenie ochrany investorov zabezpečenie transparentnosti týchto produktov. Nariadenie PRIIP¹ zavádza na tento účel štandardizovaný dokument obsahujúci kľúčové informácie týkajúce sa finančných produktov vymedzených v nariadení. Má pomôcť retailovým investorom pochopiť ich najdôležitejšie charakteristické vlastnosti, riziká a s nimi spojené náklady. Zároveň má umožniť lepšiu porovnatelnosť produktov pri ich ponuke a predaji.

PREDMET NARIADENIA PRIIP A DÁTUM, OD KTORÉHO SA BUDE UPLATŇOVAŤ

Nariadenie PRIIP stanovuje jednotné pravidlá upravujúce:

- formát a obsah dokumentu s kľúčovými informáciami (ďalej len „dokument KID“), ktorý budú mať povinnosť vypracovať tvorcovia štrukturalizovaných retailových investičných produktov, resp. investičných produktov založených na poistení,
- poskytovanie dokumentu KID retailovým investorom s cieľom umožniť im porovnať hlavné vlastnosti a riziká týchto finančných produktov.

V záujme zabezpečenia súladu postupu relevantných subjektov finančného trhu s požiadavkami obsiahnutými v nariadení budú mať príslušné národné orgány dohľadu vrátane Národnej banky Slovenska povinnosť monitorovať trh a intervenčné právomoci.

Nariadenie PRIIP sa bude uplatňovať od 31. decembra 2016.

PRODUKTY, NA KTORÉ SA NARIADENIE VZŤAHUJE

Nariadenie PRIIP sa uplatňuje (okrem stanovených výnimiek) na všetky štrukturalizované retailové investičné produkty a investičné produkty založené na poistení (ďalej spolu len „produkty PRIIPs“), pričom predmetná skupina finančných produktov pozostáva v zmysle nariadenia z dvoch podskupín produktov, ktorými sú:

- **štrukturalizované retailové investičné produkty** – investície, pri ktorých nezávisle od právnej formy investície suma splatná retailovému investorovi podlieha výkyvom z dôvodu vystavenia voči referenčným hodnotám alebo výkonnosti jedného či viacerých aktív, ktoré retailový investor nenakupuje priamo,
- **investičné produkty založené na poistení** – investičné produkty, ktoré ponúkajú hodnotu

pri splatnosti alebo odkupnú hodnotu, pričom táto hodnota je úplne alebo čiastočne, priamo či nepriamo, vystavená trhovým výkyvom.

Nariadenie PRIIP sa konkrétne uplatňuje na nasledujúce finančné produkty:

- životné poistenie s investičným prvkom,
- štruktúrované vklady,
- štruktúrované produkty vrátane cenných papierov (vydaných ľubovoľným relevantným subjektom, ak zodpovedajú definícii produktov PRIIPs) a produktov založených na individuálnom riadení portfólia,
- finančné nástroje vydané účelovo vytvorenými subjektmi (napr. subjektmi podľa smernice Solventnosť II², resp. smernice AIFMD³), ktoré sú v súlade s vymedzením produktov PRIIPs,
- investičné fondy, pričom v rámci slovenského finančného trhu sa nariadenie nevzťahuje na štandardné fondy a verejné špeciálne fondy, a to počas prechodného obdobia piatich rokov po nadobudnutí účinnosti nariadenia; vzťahuje sa však na špeciálne fondy kvalifikovaných investorov, a to v prípade, ak do nich investujú retailoví investori.

Nariadenie PRIIP zároveň v článku 2 ods. 2 explicitne stanovuje finančné produkty, na ktoré sa nevzťahuje. Do tejto skupiny patria aj penzijné produkty (na našom trhu fondy spravované v II. a III. dôchodkovom pilieri).

SUBJEKTY NA FINANČNOM TRHU, NA KTORÉ SA NARIADENIE VZŤAHUJE, A PREHLAD ICH BUDÚCICH POVINNOSTÍ

Nariadenie PRIIP sa vzťahuje na:

- tvorcov produktov PRIIPs, teda na každý subjekt, ktorý spomínaný produkt vytvára, resp. ktorý vykonáva zmeny existujúceho produktu, a to napr. úpravou jeho rizikového profilu a profilu výnosnosti alebo nákladov spojených s investíciou do tohto finančného produktu.

¹ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 1286/2014 z 26. novembra 2014 o dokumentoch s kľúčovými informáciami pre štrukturalizované retailové investičné produkty a investičné produkty založené na poistení (PRIIP) (Ú. v. EÚ L 352, 9.12.2014, s. 1).

² Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/138/ES z 25. novembra 2009 o začatí a vykonávaní poistenia a zaistenia (Solventnosť II) (Ú. v. EÚ L 335, 17.12.2009, s. 1).

³ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ z 8. júna 2011 o správcach alternatívnych investičných fondov a o zmene a doplnení smernice 2003/41/ES a 2009/65/ES a nariadení (ES) č. 1060/2009 a (EÚ) č. 1095/2010 (Ú. v. EÚ L 174, 1.7.2011, s. 1).



4 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 600/2014 z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012 v platnom znení (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 84).

Na slovenskom finančnom trhu môžu byť týmito subjektmi poisťovne, banky, správčovské spoločnosti a obchodníci s cennými papiermi; nariadenie sa však nevzťahuje na dôchodkové správčovské spoločnosti a doplnkové dôchodkové spoločnosti,

- osoby poskytujúce poradenstvo súvisiace s produktmi PRIIPs a osoby, ktoré predmetné finančné produkty predávajú, pričom na slovenskom finančnom trhu môžu byť týmito subjektmi finanční sprostredkovatelia, finanční poradcovia, finančné inštitúcie, ktoré majú povolenie na vykonávanie činnosti samostatného finančného agenta, alebo zamestnanci finančných inštitúcií pri priamom predaji.

Tvorcovia produktov PRIIPs budú mať podľa nariadenia povinnosť vypracovať dokument KID v súlade s požiadavkami nariadenia (pred prístupným produktom retailovým investorom) a tento dokument zverejniť na svojom webovom sídle. Nariadenie PRIIP v tejto súvislosti presne stanovuje formát, obsah, štruktúru a rozsah predmetného dokumentu. Tvorcovia produktov PRIIPs budú mať zároveň povinnosť pravidelne preskúmať informácie obsiahnuté v dokumente KID (s cieľom zabezpečiť ich správnosť, resp. aktuálnosť) a v prípade potreby dokument zrevidovať a zabezpečiť, aby bol bezodkladne k dispozícii retailovým investorom.

Osoby poskytujúce poradenstvo súvisiace s produktmi PRIIPs, ako aj osoby predávajúce takéto produkty budú mať podľa nariadenia povinnosť poskytnúť retailovým investorom dokument KID v dostatočnom časovom predstihu pred tým, než budú títo retailoví investori viazaní akoukoľvek zmluvou alebo ponukou týkajúcou sa daného finančného produktu. Nariadenie PRIIP v tejto súvislosti upravuje viaceré aspekty a pravidlá, pokiaľ ide o poskytovanie predmetného dokumentu retailovým investorom, a na tento účel použiteľné médiá. Predmetné osoby budú mať zároveň povinnosť stanoviť primerané postupy a mechanizmy umožňujúce retailovým investorom podanie sťažnosti voči tvorcom produktov PRIIPs efektívnym spôsobom, obdržanie včasnej a riadnej odpovede, ako aj nápravu, a to aj v prípade cezhraničných sporov.

INTERVENČNÉ PRÁVOMOCI A POVINNOSŤ MONITOROVANIA TRHU

Nariadením PRIIP sa príslušným národným orgánom dohľadu (vrátane Národnej banky Slovenska) vo vzťahu k ich národným finančným trhom, ako aj k vecne príslušnému orgánu dohľadu s pôsobnosťou pre celú Európsku úniu, a to Európskemu orgánu pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (ďalej len „EIOPA“), stanovuje povinnosť monitorovania trhu s investičnými produktmi založenými na poistení, ktoré sa ponúkajú na trhu, distribuujú alebo predávajú v Únii, resp. v jednotlivých členských štátoch EÚ alebo z nich. Nariadením sa im dávajú aj intervenčné právomoci odrážajúce ich vecnú a miestnu pôsobnosť. Predmetná povinnosť, resp. právomoci,

sa podľa nariadenia PRIIP budú vzťahovať na investičné produkty založené na poistení (teda iba na podskupinu finančných produktov, na ktoré sa bude uplatňovať nariadenie). V tejto súvislosti je potrebné poukázať na skutočnosť, že povinnosť monitorovania trhu, resp. intervenčné právomoci voči príslušným finančným nástrojom, resp. štruktúrovaným vkladom, na ktoré sa nariadenie PRIIP tiež vzťahuje, bude mať Národná banka Slovenska podľa nariadenia MiFIR⁴. To sa bude uplatňovať neskôr ako nariadenie PRIIP, konkrétne od 3. januára 2018.

V zmysle uvedených intervenčných právomocí a s cieľom riešiť:

- závažnú obavu týkajúcu sa ochrany investorov,
- alebo ohrozenie riadneho fungovania a integrity finančných trhov alebo stability finančného systému Únie (alebo jeho časti), resp. s cieľom riešiť predmetné ohrozenie existujúce aspoň v jednom členskom štáte,

budú môcť príslušné národné orgány dohľadu (vrátane Národnej banky Slovenska), resp. EIOPA, v rámci svojej miestnej a vecnej pôsobnosti obmedziť alebo zakázať marketing, distribúciu alebo predaj investičných produktov založených na poistení alebo investičných produktov založených na poistení s určitými špecifickými znakmi, alebo určitý typ finančnej činnosti alebo postupu poisťovne alebo zaistovne.

Podmienky, ktoré musia byť splnené na účely využitia uvedených intervenčných právomocí, zásady ich využitia, ako aj podrobnosti týkajúce sa oznamovania, resp. zverejňovania využitia intervenčných právomocí, aspekty týkajúce sa platnosti uloženého obmedzenia alebo zákazu a koordinačné úlohy EIOPA vo vzťahu k intervenčným právomociam sú upravené v príslušných článkoch nariadenia PRIIP. Spomínané opatrenia prijaté zo strany EIOPA budú mať prednosť pred akýmkoľvek predchádzajúcim opatrením prijatým príslušným národným orgánom dohľadu, pričom EIOPA bude môcť prijať predmetné opatrenie iba v prípade, ak v danej veci príslušné národné orgány dohľadu neprijmú potrebné opatrenia, resp. ak prijmú na jeho základe opatrenia, ktoré budú s ohľadom na sledovaný účel nepostačujúce.

WHISTLEBLOWING

S cieľom posilnenia kontroly nad postupom subjektov na finančnom trhu, na ktoré sa nariadenie vzťahuje, majú príslušné národné orgány dohľadu (vrátane Národnej banky Slovenska) povinnosť zaviesť do 31. decembra 2016 mechanizmy umožňujúce nahlasovanie skutočných alebo možných porušení nariadenia PRIIP (tzv. whistleblowing). Predmetné mechanizmy majú zabezpečovať primeranú ochranu zamestnancov, ktorí oznámia porušenia, ku ktorým došlo u ich zamestnávateľa, a to aspoň pred odvetnými opatreniami, diskrimináciou a inými druhmi nespravodlivého zaobchádzania. Zároveň majú zaisťovať ochranu totožnosti osoby, ktorá oznámia porušenia, ako aj fyzickej osoby, ktorá je údajne zodpovedná za porušenie, a to vo všetkých štádiách predmetného



postupu okrem prípadu, keď sa takáto oznamovacia povinnosť ukladá vo vnútroštátnom práve v rámci ďalšieho vyšetrovania alebo následného súdneho konania.

SANKCIE ZA PORUŠENIE NARIADENIA

Nariadenie PRIIP taxatívne stanovuje minimálny rozsah sankcií, ktoré bude, resp. má byť možné uložiť relevantným subjektom na finančnom trhu zo strany príslušných národných orgánov dohľadu za porušenie jeho ustanovení. Nariadenie v tomto smere harmonizuje právnu úpravu predmetných sankcií vo všetkých členských štátoch EÚ, zároveň však ponecháva členským štátom vo veci sankcií určitú mieru voľnej dispozície, pričom tie môžu ustanoviť aj ďalšie sankcie alebo opatrenia a vyššie správne pokuty, než sa ustanovujú v nariadení PRIIP. V tejto súvislosti majú zároveň členské štáty EÚ povinnosť stanoviť národné pravidlá, ktorými sa (v súlade s požiadavkami nariadenia a napriek jeho priamej vykonateľnosti) zavádzajú vhodné správne sankcie a opatrenia uplatniteľné v situáciách porušenia nariadenia. Členské štáty majú povinnosť oznámiť tieto pravidlá Komisii a Spoločnému výboru európskych orgánov dohľadu do 31. decembra 2016.

REGULAČNÉ TECHNICKÉ PREDPISY K NARIADENIU

V záujme jednotného uplatňovania príslušných ustanovení nariadenia PRIIP bol prostredníctvom Spoločného výboru európskych orgánov dohľadu vypracovaný návrh regulačných technických predpisov, ktoré sa týkajú nasledujúcich skutočností:

- prezentácie a obsahu dokumentu KID vrátane metodiky k vypracovaniu informácií týkajúcich sa rizikovosti, výnosnosti a nákladovosti ponúkaných produktov,
- podmienok preskúmania, resp. revidovania dokumentu KID, okolností, za akých majú byť

retailoví investori informovaní o zrevidovanom dokumente KID pre produkt, ktorý kúpili, ako aj prostriedkov, ktoré sa majú na tento účel použiť,

- podmienok, ktoré je potrebné splniť, aby sa naplnila požiadavka poskytnúť retailovým investorom dokument KID v dostatočnom časovom predstihu pred tým, než budú viazaní akoukoľvek zmluvou alebo ponukou týkajúcou sa príslušného produktu PRIIPs.

Návrh regulačných technických predpisov schválila Komisia 30. júna 2016. Následne bol predložený Európskemu parlamentu a Rade, pričom tieto orgány môžu vzniesť námietku proti tomuto návrhu v rámci trojmesačnej lehoty, t. j. do 30. septembra 2016.

PRESKÚMANIE NARIADENIA

Nariadenie PRIIP obsahuje klauzulu, na základe ktorej ho má Komisia preskúmať do 31. decembra 2018. Predmetom preskúmania (a možnej úpravy) majú byť viaceré skutočnosti uvedené v článku 33 nariadenia vrátane otázok týkajúcich sa jeho pôsobnosti, a to najmä:

- otázky predĺženia, resp. nepredĺženia platnosti výnimky, podľa ktorej sa povinnosti vyplývajúce z nariadenia nevzťahujú do 31. decembra 2019 na príslušné subjekty⁵ pôsobiace, resp. vyvíjajúce činnosť v sektore kolektívneho investovania; zároveň má byť preskúmané, či dokument KID podľa smernice UCITS⁶ môže byť nahradený, resp. považovaný za rovnocenný s dokumentom KID podľa nariadenia PRIIP,
- otázky, či do rozsahu pôsobnosti nariadenia majú byť zahrnuté (v súčasnom znení vylúčené) dôchodkové produkty uznané na základe vnútroštátnych právnych predpisov za produkty, ktorých primárnym účelom je poskytnúť investorovi príjem počas dôchodku a ktoré investora oprávňujú na určité plnenie.

5 Správčovské spoločnosti vymedzené v článku 2 ods. 1 písm. b) smernice 2009/65/ES, investičné spoločnosti uvedené v článku 27 uvedenej smernice a osoby poskytujúce poradenstvo súvisiace s podielovými listami UCITS alebo predávajúce tieto podielové listy, uvedené v článku 1 ods. 2 uvedenej smernice. Zároveň však predmetnými subjektmi môžu byť aj správčovské spoločnosti, investičné spoločnosti alebo osoby poskytujúce retailovým investorom poradenstvo súvisiace s podielovými listami, resp. predávajúce retailovým investorom podielové listy iných fondov ako UCITS, na ktoré členský štát uplatňuje pravidlá týkajúce sa formátu a obsahu dokumentu s kľúčovými informáciami, ako sú stanovené v článkoch 78 až 81 smernice 2009/65/ES v platnom znení.

6 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (Ú. v. EÚ L 302, 17.11.2009, s. 32).

INFORMÁCIE

Do práce na bicykli – víťazstvo NBS v kategórii najviac tímov u jedného zamestnávateľa

Zamestnanci Národnej banky Slovenska sa aktívne zapojili aj do tretieho ročníka celonárodnej súťaže Do práce na bicykli a svojou účasťou na kampani sa zaslúžili o víťazstvo NBS v kategórii najviac tímov u jedného zamestnávateľa na Slovensku. NBS vytvorila 41 tímov, na kampani sa zúčastnilo 111 zamestnancov, z toho 86 cyklistov a 25 kolegov využívajúcich ekologický spôsob chodenia do práce pešo alebo MHD.

Tímy z NBS v priebehu mája spolu najazdili 13 812,04 kilometra počas 2 679 jazd. Zároveň tím ušetrili 3 453,010 kg CO₂. Kolegovia využívajúci iný spôsob ekologického dochádzania do práce prešli pešo 1 179,5 km a MHD 7 267,6 km a ušetrili tak 1 547 kg CO₂.

Na slávnostnom vyhodnotení májovej akcie na Sliachi NBS prevzala prvú cenu – bicykel Dema, ktorý venovala Združeniu saleziánskej mládeže DOMKA v Bratislave – Trnávke.





Témy slovenského predsedníctva v Rade Európskej únie v oblasti regulácie finančného trhu

Slovenská republika sa prvého júla tohto roku stala po prvýkrát v histórii predsedajúcou krajinou Rady EÚ, jednej z troch hlavných inštitúcií Únie. Medzi jej hlavné úlohy patrí formovanie legislatívy EÚ, koordinovanie spoločných politík a hľadanie zhody na najdôležitejších politických otázkach tak medzi štátmi, ako aj medzi inštitúciami. Predsedať Rade znamená prebrať polročné žezlo jednej z najdôležitejších úloh, ktoré členstvo v EÚ prináša. Predsednícka krajina vedie a koordinuje zasadnutia na všetkých úrovniach, od expertnej až po ministerskú, čo zahŕňa dovedna až do 200 pracovných skupín.

Slovenské predsedníctvo predstavuje obrovskú výzvu, keďže prichádza v čase, keď Európska únia čelí viacerým hrozbám až existenčného charakteru. Jedným z nich je hrozba medzinárodného terorizmu. Teroristické útoky na viacerých miestach v Európe zintenzívnili snahu o hľadanie efektívnych riešení, pokiaľ ide o vnútornú bezpečnosť. Aj napriek potrebe zabezpečenia bezpečnosti občanov EÚ bude potrebné hľadať také riešenia, ktoré by nesmerovali k obmedzovaniu štandardu ľudských práv a slobôd.

Za posledné roky je najviac pertraktovanou témou problematika nelegálnej migrácie, pričom názory na riešenie tohto problému sa v rámci jednotlivých členských štátov zásadným spôsobom líšia. Práve dopad migračnej krízy a určitá neschopnosť hľadať riešenia zohľadňujúce národné špecifiká podporili vo viacerých členských štátoch euroskeptické politické platformy a do značnej miery akcelerovali diskusie o fungovaní samotného Spoločenstva. Najmä výsledky referenda, v ktorom sa občania kladne vyjadrili k otázke vystúpenia Spojeného kráľovstva z Európskej Únie, na jednej strane spôsobili zemetrasenie tak v politických, ako aj finančných kruhoch a na druhej strane zásadným spôsobom ovplyvnia témy slovenského predsedníctva.

V neposlednom rade treba upozorniť na stále pretrvávajúci dopad hospodárskej a finančnej krízy. Európska ekonomika dosahuje veľmi nízke prírastky HDP a viaceré členské štáty zápasia so stagnáciou či dokonca ekonomickým prepadom. Tento problém ešte zvýraznili turbulencie na finančných trhoch spôsobené výsledkami britského referenda.

Práve hľadanie takých riešení, ktoré budú znižovať mieru neistoty a mobilizovať k súdržnosti a dlhodobu udržateľným riešeniam, budú najväčšou výzvou slovenského predsedníctva v Rade EÚ.

Slovenské predsedníctvo si za svoje priority v oficiálnej stratégii, zohľadňujúc dohodu predsedníckeho tria (Holandsko, Slovensko a Malta), vybralo: hospodársky silnú Európu, udržateľnú migračnú a azylovú politiku, globálne angažovanú Európu a v neposlednom rade moderný

jednotný trh. Práve jednotný trh sa považuje za najväčší úspech Európskej únie. Víziou slovenského predsedníctva je preto ďalší rozvoj zjednocujúcich projektov, akými sú napr. energetická únia, či jednotný digitálny trh.

Z pohľadu kompetencií Národnej banky Slovenska sú, prirodzene, dôležité tie témy, na ktorých už dlhodobo spolupracuje s Ministerstvom financií SR. Počas slovenského predsedníctva budeme participovať na diskusiách týkajúcich sa vytvorenia únie kapitálových trhov, dobudovania bankovej únie s dôrazom na jej druhý a tretí pilier a na zjednodušenie pravidiel Paktu stability a rastu. V rámci boja proti terorizmu sa zameriame na problematiku prania špinavých peňazí. V poisťovníctve budeme podporovať snahu o skvalitnenie regulácie v oblasti povinného zmluvného poistenia zodpovednosti za vedenie motorového vozidla, aj vo svetle rozhodnutí Súdneho dvora EÚ. V nadväznosti na tieto témy očakávame pokračovanie rokovaní v nasledujúcich oblastiach:

EURÓPSKY SYSTÉM OCHRANY VKLADOV A BANKOVÁ ÚNIA

Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa mení nariadenie č. 806/2014 s cieľom vytvoriť európsky systém ochrany vkladov (ďalej len „návrh nariadenia“) predpokladá vytvorenie európskeho systému ochrany vkladov (European Deposit Insurance Scheme – EDIS) ako tretieho piliera bankovej únie v troch po sebe nasledujúcich fázach: systém zaistenia prostredníctvom EDIS pre zúčastnené vnútroštátne systémy ochrany vkladov v prvom období troch rokov, systém spolupoistenia prostredníctvom EDIS pre zúčastnené vnútroštátne systémy ochrany vkladov v druhom období štyroch rokov a plné poistenie prostredníctvom EDIS pre zúčastnené vnútroštátne systémy ochrany vkladov v stabilnom stave. Právnym základom navrhovaného nariadenia je článok 114 Zmluvy o fungovaní Európskej únie, ktorý umožňuje prijímať opatrenia na aproximáciu vnútroštátnych ustanovení so zameraním na vytvorenie a fungovanie vnútorného trhu.



Návrh nariadenia obsahuje najmä popis samotných fáz systému EDIS, spôsob financovania európskeho fondu ochrany vkladov (Deposit Insurance Fund – DIF) a definovanie jeho cieľových úrovní. EDIS má spravovať Jednotná rada pre riešenie krízových situácií zriadená článkom 42 nariadenia č. 806/2014, ktorým sa stanovujú jednotné pravidlá a jednotný postup riešenia krízových situácií úverových inštitúcií a určitých investičných spoločností v rámci jednotného mechanizmu riešenia krízových situácií a jednotného fondu na riešenie krízových situácií a ktorým sa mení nariadenie č. 1093/2010 (ďalej len „jednotná rada“). Jednotná rada je zároveň vlastníkom DIF. Fond použije len s cieľom poskytnúť finančné prostriedky a pokryť straty v prospech zúčastnených systémov ochrany vkladov v rôznych fázach uvedených vyššie.

Návrh nariadenia zverejnila Európska komisia 24. novembra 2015. Jej iniciatíva vychádza zo správy piatich predsedov z 22. júna 2015, podľa ktorej má EDIS vyriešiť problémy národných systémov ochrany vkladov, predovšetkým nedostatočnú odolnosť voči lokálnym ekonomickým otrasom, pričom spoločným poistením vkladov by sa zvýšila odolnosť proti budúcim krízam. Aktuálne sa návrhom nariadenia zaoberá pracovná skupina zriadená Európskou komisiou s názvom *Ad Hoc Working Party on the Strengthening of the Banking Union*, ktorú tvoria zástupcovia všetkých členských štátov. Pozície členských štátov v napredovaní legislatívneho procesu zostávajú nezmenené a naďalej je zložitá najšť spoločné smerovanie Rady EÚ. Niektoré členské štáty podmieňujú technické rokovania k EDIS prijatím opatrení na znižovanie rizík v bankovom sektore a celkovou analýzou hodnotenia vplyvov, na druhej strane niektoré štáty podporujú rýchle vybudovanie tretieho piliera bankovej únie. Väčšina členských štátov zdôrazňuje nevyhnutnosť začatia rokovaní k spoločnému zabezpečovaciemu mechanizmu k jednotnému fondu pre riešenie krízových situácií. Zhoda naďalej chýba v otázke rozsahu pôsobnosti návrhu nariadenia, potreby vytvorenia medzivládnej dohody, regulácie expozícií vplyvu štátneho dlhu, jednotlivých fáz poistenia a mutualizácie DIF atď.

Spustenie prvej fázy sa navrhuje na rok 2017, čo sa javí ako predčasné. V zmysle článku 19 ods. 5 smernice 2014/49/EÚ o systémoch ochrany vkladov (ďalej len „smernica“) Európska komisia predloží do 3. júla 2019 Európskemu parlamentu správu o tom, ako systémy ochrany vkladov fungujúce v EÚ môžu spolupracovať prostredníctvom európskeho systému na predchádzaní rizikám vyplývajúcim z cezhraničných činností a ochrane vkladov pred takýmito rizikami. Vychádzajúc z uvedeného je nevyhnutné najskôr overiť fungovanie národných systémov ochrany vkladov v nadväznosti na implementáciu novej smernice a až následne pristúpiť k ďalšiemu kroku, ktorým je aj EDIS.

Dokončenie bankovej únie je jedným z predpokladov dlhodobej ekonomickej, finančnej a so-

ciálnej stability EÚ. Ambíciou slovenského predsedníctva je dobudovanie jej druhého piliera s dôrazom na diskusiu o zosúladiení požiadaviek na absorpciu strát a rekapitalizáciu úverových inštitúcií v prípade riešenia krízových situácií. Slovenské predsedníctvo bude podporovať napredovanie rokovaní o európskom systéme poistenia vkladov. Dôležitou súčasťou práce bude aj identifikovanie konkrétnych opatrení na znižovanie rizík európskeho bankového sektora. Rovnako podporuje v súčasnosti prebiehajúce práce na podstatnej novelizácii regulačného rámca v oblasti kapitálových požiadaviek na kreditné inštitúcie s cieľom ich zefektívnenia a zosúladienia s bazilejskými štandardmi. Zároveň pozorne sleduje vývoj najnovších regulačných tendencií na úrovni bazilejského výboru (príprava reformného balíka označovaného ako tzv. Bazilej IV – podstatné zmeny v oblasti posudzovania štandardizovaného prístupu ku kreditnému riziku, trhovému a operačnému riziku atď.) a bude sa zaoberať o to, aby bol dopad navrhovaných zmien pozorne vyhodnotený prostredníctvom kvantitatívnych dopadových štúdií posudzujúcich tento vplyv v kontexte európskeho bankovníctva (t. j. aj na úrovni európskych orgánov dohľadu).

REVÍZIA PROSPEKTOVEJ SMERNICE

Jednou z krátkodobých úloh zadefinovaných v rámci únie kapitálových trhov (CMU) bola aj revízia prospektovej smernice. Konzultačný materiál zverejnila Európska komisia 18. februára 2015 spoločne so Zelenou knihou (Vytváranie únie kapitálových trhov) s termínom na zaslanie pripomienok do 13. mája 2015. Cieľom tejto verejnej konzultácie bolo analyzovať súčasný systém vypracúvania, schvaľovania a používania prospektov cenných papierov, ktoré sa vyžadujú v prípade verejnej ponuky cenných papierov a prijímania cenných papierov na obchodovanie na regulovanom trhu a následné zníženie bariér pri vstupe na kapitálový trh pre všetky typy spoločností, najmä pre malé a stredné podniky. Súčasne je nevyhnutné zachovať potrebnú úroveň ochrany investorov, keďže prospekt cenného papiera je dokument, ktorý má zabezpečiť dostupnosť všetkých potrebných informácií o emitentovi, cennom papieri a verejnej ponuke týchto cenných papierov na jednom mieste s cieľom pomôcť investorom (najmä retailovým) pri rozhodovaní sa o investovaní do týchto cenných papierov.

Návrh prospektového nariadenia, ktorým sa má nahradiť v súčasnosti platná prospektová smernica 2003/71/ES, zverejnila Európska komisia 30. novembra 2015 v nadväznosti na akčný plán CMU. Odtedy sa týmto návrhom zaoberala aj Rada EÚ a Európsky parlament, keďže zámerom bolo do konca júna 2016 dosiahnuť v Rade EÚ tzv. *general approach* a v júli začať trialóg s cieľom uzatvoriť túto kapitolu ešte počas slovenského predsedníctva, teda do konca roka 2016. Rokovanie v Rade EÚ sa podarilo ukončiť podľa plánu a v súčasnosti ešte prebiehajú rokovania na pôde Európskeho parlamentu, pričom hlasovanie vo výboroch prebehlo



v polovici júla 2016, 12. septembra však bude musieť prebehnúť ešte ďalšie hlasovanie. Vzhľadom na to dôjde k posunu plánovaného začiatku trialógov z júla 2016 na koniec septembra 2016, prípadne na október 2016, v závislosti od výsledku rokovaní v Európskom parlamente. Do konca roka by sa mali uskutočniť približne štyri kolá rokovaní medzi Európskou komisiou, Radou EÚ a Európskym parlamentom, výsledkom ktorých by malo byť schválenie nového prospektového nariadenia.

Národná banka Slovenska sa revízií prospektovej smernice aktívne venuje od samého začiatku – vypracovaním a zaslaním odpovedí ku konzultačnému materiálu, spolupracou s MF SR, prácou v príslušných pracovných skupinách ESMA. Od zverejnenia návrhu nariadenia bola okrem toho vytvorená v súvislosti s blížiacim sa slovenským predsedníctvom slovenská prospektová pracovná skupina, v ktorej je okrem Stáleho zastúpenia SR pri EÚ a MF SR zastúpená aj Národná banka Slovenska. Členovia tejto skupiny zabezpečujú všetky rokovania prebiehajúce v Rade a rovnako budú mať na starosti aj práce súvisiace s trialógom, v prípade trialógu už nie z pohľadu členského štátu, ale predsedníckej krajiny.

NARIADENIE O FONDOCH PEŇAŽNÉHO TRHU

Fondy peňažného trhu sú subjektom kolektívneho investovania, ktoré investujú do krátkodobých cenných papierov, a ich hlavným cieľom je zabezpečenie financovania finančných inštitúcií, ale aj štátu. Počas nedávnej finančnej krízy bola ohrozená likvidita a stabilita týchto fondov, a to viedlo k začatiu diskusií o tom, ako zabezpečiť peňažné fondy, aby boli odolnejšie voči krízovým situáciám na finančnom trhu.

Harmonizovaná úprava fondov peňažného trhu je súčasťou medzinárodného úsilia o vytvorenie regulačného rámca pre subjekty tieňového bankovníctva. Jedným z hlavných cieľov predmetnej legislatívnej aktivity je zvýšiť schopnosť fondov peňažného trhu lepšie odolávať tlakom spojeným s vyplácaním výnosov v stresových trhových podmienkach.

Európska komisia zverejnila v roku 2013 návrh nariadenia o fondoch peňažného trhu, ktorý obsahoval návrhy regulácie na zvýšenie ich schopnosti odolávať stresovým trhovým podmienkam, najmä zriadením kapitálovej rezervy, reguláciou štruktúry portfólia, vytvorením rámca znižujúceho závislosť týchto fondov od externých ratingových agentúr a zlepšením ich vnútorného riadenia, najmä v oblasti riadenia rizík, transparentnosti a podávania správ.

V apríli 2015 prijal Európsky parlament pozmeňujúce návrhy k návrhu Európskej komisie, v ktorých navrhol vytvorenie nových druhov fondov peňažného trhu bez povinnosti zachovávať kapitálovú rezervu. Po dlhých rokovaníach bol v júni 2016 na úrovni Rady EÚ schválený kompromisný návrh tohto nariadenia.

Počas slovenského predsedníctva v Rade EÚ sa plánujú uskutočniť rokovania o otvorených

otázkach tohto kompromisného návrhu v rámci trialógov medzi Európskou Komisiou, Radou EÚ a Európskym parlamentom.

NÁVRHY ZMIEN NARIADENÍ O EURÓPSKÝCH FONDOCH RIZIKOVÉHO KAPITÁLU A SOCIÁLNEHO PODNIKANIA

V júli 2016 Európska komisia zverejnila návrhy zmien nariadenia o európskych fondoch rizikového kapitálu č. 345/2013 (EuVECA) a nariadenia o európskych fondoch sociálneho podnikania č. 346/2013 (EuSEF). Návrhy oboch nariadení sú jedným z ďalších krokov Európskej komisie k vytvoreniu únie kapitálových trhov. Sú súčasťou akčného plánu únie kapitálových trhov, ktorého cieľom je podpora investícií, naštartovanie hospodárskeho rastu a tvorba pracovných miest postupným zvyšovaním investícií a diverzifikáciou zdrojov financovania európskych podnikov a dlhodobých projektov. Táto iniciatíva je zároveň súčasťou investičného plánu pre Európu, ktorý poskytuje komplexnú stratégiu na riešenie nedostatku financií ich dodatočnou mobilizáciou.

Návrhy týchto nariadení sú súčasťou celého radu opatrení Európskej komisie na stimuláciu rizikového kapitálu v Európe. Patrí medzi ne využitie rozpočtovej podpory EÚ na prilákanie kapitálu od veľkých inštitucionálnych investorov prostredníctvom európskeho fondu rizikového kapitálu, ako aj podpora národných daňových stimulov rizikového kapitálu na podporu investícií do malých a stredných podnikov a startupov. Európska komisia bude takisto poskytovať technickú pomoc tým členským štátom, ktoré sa rozhodnú rozvíjať trhové financovanie prostredníctvom investovania do fondov rizikového kapitálu.

Počas slovenského predsedníctva sa plánujú začať rokovania o predmetných návrhoch, pričom cieľom je dosiahnuť kompromisný návrh na úrovni Rady EÚ.

NARIADENIE O OZDRAVENÍ A REZOLÚCIÍ CENTRÁLNYCH ZÚČTOVACÍCH PROTISTRÁN

Termín zverejnenia návrhu nariadenia o ozdravení a rezolúcií centrálnych zúčtovacích proti-strán sa zo strany Európskej komisie niekoľkokrát posúval. Pôvodným termínom zverejnenia bol koniec roka 2015. Vzhľadom na globálnu povahu fungovania centrálnych zúčtovacích proti-strán (ďalej len „CCPs“) a na prebiehajúce práce na rámci pre ozdravenie a rezolúciu CCPs v CPMI-IOSCO a FSB (súčasť agendy G20) sa Európska komisia rozhodla svoj návrh pozdržať tak, aby sa dosiahla čo najvyššia konzistentnosť rámca v medzinárodnom meradle. Vo februári 2016 Komisia oznámila nový termín zverejnenia návrhu nariadenia, a to koniec roka 2016. Termín bol nedávno (koncom júna 2016) spresnený na december 2016.

Pre úplnosť možno uviesť, že od roku 2013 do roku 2016 sa uskutočnili štyri expertné stretnutia zástupcov členských štátov, ktorých cieľom bolo diskutovať a dohodnúť sa na obsahu a štruktúre legislatívneho návrhu pri zohľadnení spomína-



ných prác na medzinárodnej úrovni. Neverejný podklad Európskej komisie (vypracovaný DG FISMA) na posledné stretnutie expertnej pracovnej skupiny, ktoré sa konalo 27. júna 2016, obsahuje kľúčové prvky legislatívneho návrhu Európskej komisie, ktoré sa týkajú rezolučných orgánov a rezolučných kolégií pre CCPs, náležitostí ozdravných plánov, rezolučných plánov a hodnotenia riešiteľnosti krízovej situácie CCPs, podmienok včasnej intervencie príslušných orgánov, cieľov, podmienok a hlavných princípov rezolučného konania voči CCPs, rezolučných nástrojov, oceňovania v rezolúcii, právomocí rezolučných orgánov a ochranných opatrení vo vzťahu k akcionárom a veriteľom CCPs.

Zástupcovia SR vrátane expertov za NBS v poslednom období absolvovali niekoľko stretnutí k uvedeným témam, ktoré budú predmetom návrhu nariadenia, aj so zástupcami samotných CCPs.

IMPLEMENTÁCIA TLAC DO EURÓPSKEJ LEGISLATÍVY A NOVELIZÁCIA LEGISLATÍVNEHO RÁMCA PRE MREL

Problematika implementácie štandardu TLAC (*total loss absorbing capacity – celková kapacita absorbovať stratu*), ktorý vypracoval Úrad pre finančnú stabilitu (FSB) a ktorý schválila skupina G20 v novembri 2015, a problematika novelizácie legislatívneho rámca pre minimálnu požiadavku na vlastné zdroje a oprávnené záväzky (MREL), ktorá je v súčasnosti pokrytá smernicou o ozdravení a riešení krízových situácií bánk BRRD, sú v súčasnosti predmetom diskusií na expertnej úrovni v rámci pracovnej skupiny Európskej komisie. Táto expertná skupina začala svoju činnosť vo februári 2016. Formálny legislatívny návrh na implementáciu TLAC do právneho rámca EÚ a na modifikáciu pravidiel pre MREL sa očakáva v decembri 2016.

Pre úplnosť možno uviesť, že Európska komisia (DG FISMA) zaslala koncom júna 2016 členom pracovnej skupiny neverejný dokument, ktorý obsahuje prvý (predbežný) návrh legislatívnych zmien nariadenia o kapitálových požiadavkách CRR a smernice BRRD, ktorými sa zabezpečí implementácia štandardu TLAC do európskej legislatívy a modifikácia MREL. Princiálnym prístupom je vzájomná integrácia konceptov TLAC a MREL („*gone concern*“ koncepty) a súčasne integrácia ich legislatívnej úpravy s legislatívnou úpravou požiadaviek na vlastné zdroje bánk v CRR („*going concern*“ kapitálová regulácia). Cieľom je vyššia transparentnosť a lepšia technická konzistentnosť kapitálovej regulácie pre globálne systémovo významné banky (G-SIBs), na ktoré sa TLAC výlučne vzťahuje, a pre ostatné banky. Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA) paralelne pracuje na expertnej správe pre Európsku komisiu na tému MREL a TLAC, ktorej zverejnenie sa očakáva v októbri 2016 a ktorá tiež môže usmerniť finálny legislatívny návrh.

Národná banka Slovenska podporuje integrovaný prístup Európskej komisie a očakáva od

neho nielen dosiahnutie technickej konzistentnosti kapitálovej regulácie bánk, ale aj výrazné sfunkčnenie MREL v praxi v porovnaní s aktuálne platným legislatívnym stavom.

OCHRANA PRED LEGALIZÁCIOU PRÍJMOV Z TRESTNEJ ČINNOSTI A PRED FINANCOVANÍM TERORIZMU

Národná banka Slovenska vykonáva rizikovo orientovaný a integrovaný výkon dohľadu nad účastníkmi finančného trhu. Jedným z jeho základných cieľov je presadzovať elimináciu rizík v dohliadaných subjektoch. V rámci eliminácie rizík sa zameriava aj na prevenciu legalizácie príjmov z trestnej činnosti a financovania terorizmu, a to v podobe uplatňovania opatrení a usmernení proti praniu špinavých peňazí a financovaniu terorizmu. Výkonom dohľadu a tvorbou metodiky v tejto oblasti prispieva k stabilite finančného systému ako celku, ako aj k bezpečnému a zdravému fungovaniu finančného trhu v záujme udržiavania dôveryhodnosti finančného trhu.

Základný legislatívny rámec je určený zákonom č. 297/2008 Z. z. o ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a ochrane pred financovaním terorizmu a o zmene a doplnení niektorých zákonov (ďalej aj zákon č. 297/2008 Z. z.), ktorý vymedzuje pre Národnú banku Slovenska pri výkone dohľadu nad finančným trhom v tejto oblasti jej právomoci a povinnosti. NBS aktívne spolupracuje pri presadzovaní tohto zákona s Finančnou spravodajskou jednotkou Policajného zboru Slovenskej republiky, ktorá pôsobí v rámci Ministerstva vnútra SR.

V súčasnom období prebiehajú prípravné práce návrhu zákona (novelizácia zákona č. 297/2008) v nadväznosti na transpozíciu smernice 2015/849/EÚ o predchádzaní využívaniu finančného systému na účely prania špinavých peňazí alebo financovania terorizmu. Európska komisia 5. júla 2016 zverejnila návrh novely tejto smernice, rámci ktorej boli navrhnuté základné oblasti, ktoré budú predmetom regulácie.

Medzi tieto základné oblasti patrí najmä rozšírenie okruhu povinných osôb podľa zákona č. 297/2008 Z. z. o poskytovateľov, ktorí sa predovšetkým profesionálne zaoberajú zmenárenskými službami medzi virtuálnou menou a „fiat menou“, a o poskytovateľov peňažníckych služieb medzi virtuálnymi mienami, o zavedenie definície virtuálnych mien, posilnenie spolupráce finančných spravodajských jednotiek na medzinárodnej úrovni, spresnenie funkčnosti registra konečných užívateľov výhod, harmonizáciu prístupu k vysokorizikovým tretím krajinám a pod.

V rámci predsedníctva SR v Rade EÚ Národná banka Slovenska aktívne spolupracuje s Ministerstvom financií SR vo forme účasti expertov na rokovaniach v pracovných skupinách, prípadne v podobe poradného a podporného orgánu pri príprave odborných stanovísk. Naplánované rokovania k téme prevencie pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovania terorizmu sa budú realizovať za aktívnej účasti NBS.



NOVELIZÁCIA MOTOROVEJ SMERNICE (MID)

V súvislosti s rozhodnutím C-162/13 vo veci Damijan Vnuk vs Zavarovalnica Triglav Súdny dvor EÚ objasnil rozsah smernice 72/166/EHS o poistení motorových vozidiel. Prípado sa týkal nehody traktora na súkromnom pozemku. Slovinský občan Damijan Vnuk, zamestnanec farmy, bol poranený príviesom traktora, ktorý sa pohyboval iba po hospodárskom priestore farmy. D. Vnuk požadoval náhradu škody od poisťovateľa vozidla. Prvo- a druhostupňový národný súd žalobu zamietol z dôvodu, že traktor nebolo použité ako vozidlo na verejnej komunikácii, ale skôr ako pracovný stroj. Slovinský najvyšší súd v rámci konania o dovolaní postúpil vec Súdnemu dvoru EÚ na určenie, či okolnosti nehody spadali do rámca povinnosti poistiť „používanie vozidla“, ako je stanovené v článku 3 ods. 1 smernice 72/166/ES. Súdný dvor Európskej únie rozhodol, že „článok 3 ods. 1 smernice Rady 72/166/EHS z 24. apríla 1972 o aproximácii právnych predpisov členských štátov týkajúcich sa poistenia zodpovednosti za škodu spôsobenú prevádzkou motorových vozidiel a kontroly povinnosti poistenia tejto zodpovednosti sa má vykladať v tom zmysle, že pojem „používanie vozidla“ v tomto článku sa vzťahuje na akékoľvek použitie vozidla, ktoré je v súlade s normálnou funkciou tohto vozidla. Tento pojem sa teda môže vzťahovať aj na pohyb traktora na dvore farmy s cieľom posunúť prívies pripojený k tomuto traktoru do stodoly, ako v tomto prípade. Rozhodnutie súdneho dvora tak zásadným spôsobom vyložilo rozsah pôsobnosti smernice v dvoch smeroch. Jednak zodpovednosť

za škodu spôsobenú motorovým vozidlom má byť hrazená z poistenia zodpovednosti z prevádzky vozidla aj pri každom obvyklom využití vozidla, a teda nielen pri jeho používaní v súvislosti s dopravou. Zároveň nie je podstatné, či sa vozidlo pohybovalo po verejných komunikáciách.

V nadväznosti na rozhodnutie súdneho dvora vznikla odôvodnená obava členských štátov, že by sa pôsobnosť smernice mohla zásadne rozšíriť o také typy vozidiel, ktoré doteraz nespádali pod rámec poistenia (napr. samohybné priemyselné vysávače, elektrické samohybné hračky, poľnohospodárske stroje atď.), a na prevádzku vozidiel mimo verejných komunikácií a na iné účely, ako je doprava (napr. automobilové preteky na uzavretých súkromných tratiach atď.). Ide o zásadnú otázku aj z pohľadu oprávnenia členských štátov vyňať určité typy vozidiel z pôsobnosti smernice s prihliadnutím na povinnosť odškodnenia obetí nehôd záručným fondom v príslušnom členskom štáte, ktoré týmto vyňatím nesmú byť obmedzené. Európska komisia v tejto súvislosti iniciovala diskusiu o potrebe novelizácie motorovej smernice, pričom práve počas slovenského predsedníctva by sa mohli začať oficiálne rokovania o návrhu novelizačných ustanovení smernice. Keďže Európska komisia v júni 2016 zadala vypracovanie dopadovej štúdie týkajúcej sa rozšírenia smernice, začatie rokovaní aj za účasti expertov z NBS možno očakávať najskôr v druhej polovici slovenského predsedníctva.

*Článok pripravili pracovníci odboru regulácie
Národnej banky Slovenska*

INFORMÁCIE

Zlepšenie odolnosti bankového systému eurozóny

Z výsledkov záťažových testov uskutočnených na úrovni celej EÚ vyplýva zlepšenie odolnosti bánk v eurozóne. Celkové očakávania dohľadu týkajúce sa výšky kapitálu sa oproti roku 2015 výrazne nemenia.

Na záťažovom teste 51 bánk v celej EÚ koordinovanom Európskym orgánom pre bankovníctvo (European Banking Authority – EBA) sa zúčastnilo 37 významných inštitúcií, ktoré patria pod priamy dohľad ECB a predstavujú približne 70 % bankových aktív v eurozóne. Výsledky záťažového testu zverejnila EBA na svojej internetovej stránke 29. júla. 37 bánk pod priamym dohľadom ECB vstupovalo do testu s priemerným koeficientom vlastného kapitálu Tier 1 (CET1) na úrovni 13 %, čo predstavuje zlepšenie oproti hodnote 11,2 % v záťažovom teste EÚ v roku 2014.

V nepriaznivom scenári došlo k priemernému zníženiu kapitálu o 3,9 percentuálneho bodu, čo je výraznejší úbytok než 2,6 percentuálneho bodu v záťažovom teste z roku 2014. Príčinou bola okrem iného prísnejšia metodika záťažového testu a negatívnejší nepriaznivý scenár, ktorý tak ako v predchádzajúcom teste pokrýval trojročné obdobie

a vychádzal z predpokladu statickej súvahy. Vďaka vyššej úrovni kapitálu a ďalším zlepšeniam zaznamenaným od roku 2014 bol však výsledný priemerný koeficient CET1 v nepriaznivom scenári napriek tomu vyšší (9,1 % oproti 8,6 % v roku 2014).

Až na jednu výnimku je výška kapitálu CET1 vo všetkých bankách výrazne nad referenčnou hodnotou 5,5 % použitou v roku 2014 v hypotetickom nepriaznivom scenári. To poukazuje na solídnu celkovú úroveň kapitálu v bankách, ktoré sa podrobili záťažovým testom pod vedením EBA.

Hoci účelom záťažového testu nie je určiť, ktoré banky test zvládli a ktoré nie, jeho výsledky budú ako jeden z viacerých vstupných faktorov nemechanickým spôsobom zohľadnené pri určovaní kapitálu druhého piliera v rámci celkového procesu preskúmania a hodnotenia ECB.

Viac informácií sa nachádza na stránke ECB www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/stress_test_FAQ.sk.html a na stránke EBA www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2016

Zdroj: Z tlačovej správy ECB.



MiFID II – vybrané otázky novej právnej regulácie

Filip Oller

Regulácia investičných služieb a aktivít MiFID II bola prijatá ako reakcia na finančnú krízu so zámerom zvýšiť ochranu investorov a zabezpečiť transparentnosť obchodovania. Jej hlavným cieľom je posilnenie už existujúceho právneho rámca a zavedenie jednotného európskeho súboru pravidiel týkajúcich sa investičných služieb a investičných činností spolu s vedľajšími investičnými službami. MiFID II rozširuje okruh finančných nástrojov a rovnako zohľadňuje technický pokrok v rámci investičného obchodovania. Dátum účinnosti súboru pravidiel MiFID II je plánovaný na 3. januára 2018. Cieľom článku je predstaviť hlavné dôvody, ktoré viedli k novej právnej úprave, a následne ich dosah na vybrané oblasti.

Úvod

Právna úprava obsiahnutá v smernici Európskeho parlamentu a Rady 2004/39/ES z 21. apríla 2004 o trhoch s finančnými nástrojmi, o zmene a doplnení smerníc Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a smernice Európskeho parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení smernice Rady 93/22/EHS (ďalej len MiFID I) prešla od nadobudnutia účinnosti viacerými zmenami. Tieto zmeny nakoniec viedli k novej právnej regulácii označovanej ako MiFID II. Prvotným impulzom, ktorý viedol k novej právnej úprave, bola zvýšená aktivita investorov na rôznych finančných trhoch a narastajúca nutnosť ich ochrany.

Vytváranie finančných nástrojov a obchodovanie s nimi je kľúčové pre zabezpečenie dostupnosti a vhodného umiestnenia kapitálu v ekonomike. Finančné nástroje sa na trhu používajú na získavanie finančných prostriedkov. Investori využívajú finančné nástroje na investovanie finančného prebytku s cieľom usilovať sa o ich návratnosť. Finančné nástroje zároveň slúžia na riadenie rizika. Trh s finančnými nástrojmi je základom modernej ekonomiky a podstatnou súčasťou ekonomického rastu a inovácie.¹

Z legislatívno-technického hľadiska proces revidovania právnej úpravy obsiahnutej v MiFID I viedol k prijatiu nariadenia a zároveň aj smernice. Smernica ako legislatívny nástroj bola vybraná s cieľom zabezpečiť aproximáciu práva v jednotlivých členských štátoch EÚ v tejto oblasti. Ide o smernicu Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ (tzv. MiFID II). Druhá časť tvoriaca novú právnu úpravu pozostáva z nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 600/2014 z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012 (tzv. MiFIR). Za voľbou nariadenia ako legislatívneho nástroja možno pozorovať vôľu regulátora harmonizovať otázky obsiahnuté v MiFIR rovnakým spôsobom a bez odchýlok vo všetkých členských štátoch EÚ. V praxi sa smernica MiFID II a nariadenie MiFIR označujú spoločnou skratkou

MiFID II. Takýto spôsob označovania sa uplatňuje i v tomto článku, pokiaľ nie je špecificky uvedené, že ide o smernicu MiFID II a/alebo o nariadenie MiFIR. Napriek skutočnosti, že nová právna regulácia obsahuje súčasne smernicu a nariadenie, ktoré majú rôzne právne účinky, platí, že oba tieto nástroje majú byť interpretované spoločne a vo vzájomnej súvislosti. Cieľom tohto článku je predstaviť dôvody, ktoré viedli k revízii právnej úpravy MiFID I, a zároveň poukázať na dôsledky novej právnej regulácie z pohľadu investičnej spoločnosti vo vybraných oblastiach.

Účinnosť právnych predpisov, do ktorých bola transponovaná právna úprava smernice MiFID II, a účinnosť nariadenia MiFIR bola pôvodne naplánovaná na 3. januára 2017. Vzhľadom na veľkú komplexnosť novej právnej úpravy a nutnosť realizácie veľkého množstva implementačných opatrení bola účinnosť smernice MiFID II a nariadenia MiFIR odložená na 3. januára 2018. Podľa Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (European Securities and Markets Authority – ESMA) majú technické štandardy, ktorých kontúry sú vymedzené v MiFID II, taký rozsah, že základná infraštruktúra pre spracovanie dát nebude pripravená pred 3. januárom 2017, ako sa pôvodne predpokladalo.²

ZAČIATKY NOVEJ PRÁVNEJ ÚPRAVY

Hlavným cieľom regulácie MiFID II je podpora európskej integrácie, konkurencieschopnosti a efektivity európskych finančných trhov. MiFID II, ako aj pôvodný MiFID I sú založené na princípoch, ako sú cezhraničná hospodárska súťaž medzi investičnými spoločnosťami a regulovanými tržmi za rovnakých podmienok, transparentnosť trhu, nediskriminačné a rovnaké zaobchádzanie s účastníkmi trhu, obozretné riadenie spoločnosti, vyhýbanie sa konfliktu záujmov medzi klientmi a sprostredkovateľmi a efektívna ochrana investora. MiFID II konkrétne odníma členským štátom možnosť požadovať, aby sa obchodovanie s finančnými nástrojmi realizovalo na špecifickom mieste, a zavádza hospodársku súťaž na celoeurópskej úrovni medzi tradičnými a alternatívnymi regulovanými tržmi. Nová práv-

¹ Impact assessment accompanying the proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on markets in financial instruments and the proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council on markets in financial instruments, s. 3

² Smernica Európskeho parlamentu a Rady, ktorou sa mení smernica 2014/65/EÚ o trhoch s finančnými nástrojmi, pokiaľ ide o určité dátumy, bod 1.1.



3 *Impact assessment accompanying the proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on Markets in financial instruments and the Proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council on Markets in financial instruments, s. 5.*

4 *Tamtiež, s. 4.*

5 *Tamtiež, s. 64.*

6 *Tamtiež, s. 65.*

7 *Tamtiež, s. 9.*

8 *Tamtiež, s. 20 a 21.*

9 *Tamtiež.*

10 *Tamtiež.*

na úprava rovnako zabezpečuje bankám a investičným spoločnostiam získať „pas“ na ponúkanie investičných služieb v celej EÚ na základe splnenia cezhraničných povinností vrátane ohlasovacích povinností a zároveň garantovať ochranu investora.³

Po vypuknutí finančnej krízy sa záujem odbornej vernosti zameral na riziko protistrany, najmä v súvislosti s obchodovaním s derivátmi mimo burzy. Zlyhanie protistrany pri transakciách s derivátmi mohlo mať okrem rizika pre protistranu následky pre celý finančný systém.⁴

Prvotné náklady na prechod z právnej úpravy MiFID I na MiFID II sa odhadujú na 512 až 732 miliónov eur, čo predstavuje 0,10 % až 0,15 % všetkých operačných výdavkov v bankovom sektore EÚ. Výška priebežných nákladov sa odhaduje na 312 až 586 miliónov eur. V percentuálnom vyjadrení to predstavuje 0,06 % až 0,12 % všetkých operačných výdavkov v bankovom sektore EÚ.⁵ Celková jednorazová administratívna záťaž, ktorá vznikne v súvislosti s implementáciou MiFID II, sa odhaduje na 254,8 až 402,3 milióna eur. Predpokladaná priebežná administratívna záťaž sa pohybuje v rozsahu od 90,5 do 190,4 milióna eur.⁶

Problémy, ktoré si vyžiada revízia právnej úpravy obsiahnutej v MiFID I, možno zhrnúť do nasledujúcich skupín:

- asymetria podmienok medzi účastníkmi trhu v dôsledku rozvoja nových obchodných techník,
- problém segmentu malých a stredných podnikov preniknúť na finančné trhy,
- neprehľadnosť finančných trhov pre účastníkov trhu,
- nedostatok poskytovaných informácií,
- nedostatok právomocí národných autorít,
- nekonzistentný výkon dohľadu v rámci komoditného trhu, oznamovania transakcií,
- nedostatočná ochrana investora pri spracovaní pokynov klientov v rámci kvality investičného poradenstva, právneho rámca stimulov pre investičné spoločnosti, poskytovania služieb iným ako retailovým klientom, klasifikácie klienta, kvality spracovania pokynu a v rámci problematiky najlepšieho spracovania pokynu klienta;
- nedostatky v organizácii investičnej spoločnosti a jej postupoch vrátane kontroly rizika.⁷

Cieľom novej právnej úpravy je posilniť dôveru investorov, redukovat' riziko narušenia trhu, znížiť systematické riziko a zvýšiť efektivitu finančných trhov a zamedziť vzniku zbytočných výdavkov pre účastníkov transakcie.⁸

Konkrétne ciele týkajúce sa politiky investičných spoločností sú zaistiť rovnaké podmienky pre účastníkov trhu, zvýšiť transparentnosť trhu pre účastníkov trhu, posilniť transparentnosť voči regulátorovi v kľúčových oblastiach a zvýšiť koordináciu na európskej úrovni, zvýšiť ochranu investora, vyriešiť organizačné nedostatky na strane investičných spoločností, znížiť riziko a zaviesť účinný systém kontroly investičných spoločností a iných účastníkov trhu.⁹

Prevádzkové ciele spočívajú v zabezpečení vhodnej regulácie všetkých trhov a obchodných

štruktúr, berúc do úvahy potreby menších účastníkov trhu, najmä malých a stredných podnikov, ďalej v nastavení relevantného právneho rámca pre nové spôsoby obchodovania, v zlepšení obchodnej transparentnosti pre účastníkov trhu s akciami a zvýšení miery transparentnosti pre ostatné trhy, v posilnení transparentnosti voči regulátorovi, v zlepšení konzistentnosti pri implementácii pravidiel a v zosúladiení dohľadu národných regulátorov. Ďalšími prevádzkovými cieľmi, ktoré sleduje nová právna úprava, je zvýšenie transparentnosti a dohľadu nad trhom s komoditnými derivátmi, sprísnenie právnej úpravy týkajúcej sa produktov, služieb a v prípade potreby aj poskytovateľov služieb, posilnenie pravidiel podnikania investičnej spoločnosti a prísnejšie organizačné požiadavky na investičné spoločnosti.¹⁰

ROZDIELY V ZÁKLADNÝCH DEFINÍCIÁCH

Z aplikačného hľadiska je vhodné porovnať kľúčové definície v rámci právnej úpravy obsiahnutej v MiFID I a MiFID II. Ide o pojmy investičné služby a aktivity, vedľajšie služby a finančné nástroje.

Vymedzenie pojmu investičné služby a investičné činnosti nachádzajúce sa v časti A prílohy I smernice MiFID II bolo v rámci MiFID II rozšírené a zahŕňa prevádzkovanie organizovaného obchodného systému (tzv. OTF). Vedľajšie služby vymedzené v časti B prílohy I smernice MiFID II neprešli žiadnymi zásadnými zmenami, ktoré by mohli mať výraznejší dopad na fungovanie väčšiny investičných spoločností. Znenie prvého bodu týkajúce sa úschovy a správy finančných nástrojov na účet klientov bolo špecifikované v tom zmysle, že je vylúčené vedenie účtov cenných papierov na najvyššej hierarchickej úrovni. Definícia pojmu finančný nástroj nachádzajúca sa v časti C prílohy I smernice MiFID II bola špecifikovaná v súvislosti s emisnými kvótami, komoditami a OTF.

MiFID II používa pojem „investičná spoločnosť“, v kontexte slovenského právneho systému však zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) používa pojem „obchodník s cennými papiermi.“ Na účely tohto článku budeme používať pojem európskej právnej úpravy, pričom platí, že obsah týchto pojmov je rovnaký.

STIMULY

MiFID II dáva do popredia problematiku stimulov pre investičné spoločnosti, ktoré sú predmetom striktnnej regulácie. Upravuje ju článok 23, ktorý sa týka konfliktu záujmov. Cieľom, ktorý sleduje regulátor tým, že obmedzuje poskytovanie stimulov v peňažnej alebo nepeňažnej forme, je zabezpečenie nezávislosti investičných spoločností. Otázka nezávislosti investičných spoločností a teda i stimulov je úzko spätá s problematikou odmeňovania zamestnancov investičných spoločností. Zneužitie závislosti investičnej spoločnosti od stimulov poskytovaných tretími stranami by mohlo viesť ku konfliktu záujmov. Každý konflikt záujmov, ku ktorému môže dôjsť medzi investičnou



spoločnosťou a klientom, musí byť identifikovaný. Najpravdepodobnejším miestom stretnutia záujmov klienta a investičnej spoločnosti je investičné poradenstvo, ktoré musí za každých okolností zostať nezávislé. Preto regulácia MiFID II nepriamo umožňuje poskytovanie stimulov investičným spoločnostiam v tých prípadoch, keď investičná spoločnosť vykonáva pokyny klientov. Pri poskytovaní nezávislého investičného poradenstva je nutné, aby sa pravidelne hodnotila vhodnosť konkrétneho finančného nástroja alebo skupiny nástrojov pre určitého klienta.¹¹

MiFID II na rozdiel od právnej úpravy MiFID I obsahuje osobitné ustanovenia týkajúce sa odmeňovania. Na základe týchto ustanovení budú investičné spoločnosti ponúkajúce investičné poradenstvo a manažment portfólia pravdepodobne musieť revidovať svoje vnútorné politiky týkajúce sa odmeňovania zamestnancov, revidovať katalóg produktov a ich štruktúru.

V rámci právnej úpravy MiFID I sprostredkovatelia poskytujúci investičné poradenstvo nemali povinnosť oboznámiť klienta s tým, či je poskytované na nezávislej báze. Preto bolo potrebné vniesť do právnej úpravy viac transparentnosti v spojitosti s povahou ponúkanej investičnej služby a/alebo činnosti.¹²

VHODNOSŤ A PRIMERANOSŤ PRODUKTOV

Vhodnosťou a primeranosťou sa v rámci MiFID II myslí povinnosť investičnej spoločnosti, ktorá vytvorila určitý produkt, zabezpečiť nastavenie produktu tak, aby odrážal potreby klienta a aby bol zadefinovaný cieľový trh a kategória klienta. Investičná spoločnosť musí zabezpečiť, aby produkty, ktoré sú určené výlučne určitému druhu klientov, boli ponúkané len týmto klientom. Pri poskytovaní investičného poradenstva a riadenia portfólia sa musí skúmať aj vhodnosť a primeranosť s ohľadom na znalosti a skúsenosti klienta v oblasti investícií týkajúce sa konkrétneho typu produktu a/alebo služby, na jeho finančnú situáciu vrátane schopnosti znášať straty, na jeho odolnosť voči riziku a jeho investičné ciele. Investičná spoločnosť musí takto postupovať aj v prípade ponúkania balíka služieb či produktov, a to pre každý produkt a službu samostatne.¹³

V súvislosti s ponúkanými produktmi, ktoré sú stále komplexnejšie, je nutné zabezpečiť zodpovedajúcu úroveň vedomostí zamestnancov investičných spoločností, aby klienti neboli vystavovaní neprímeranému riziku.

Z praktického hľadiska a na účely nastavenia vnútorných procesov investičnej spoločnosti je vhodné dať do vzájomného súvisu články 23 a 16 smernice MiFID II. Podľa ustanovení článku 24 platí, že investičná spoločnosť má konať čestne, spravodlivo a profesionálne, v súlade s najlepšimi záujmami svojich klientov. Zároveň podľa článku 16 platí, že investičná spoločnosť musí v súvislosti s ponúkaním svojich produktov vytvoriť postup schvaľovania produktu spolu s určením identifikovaného cieľového trhu koncových klientov v rámci príslušnej kategórie klientov pre každý

finančný nástroj. Investičná spoločnosť zároveň musí zabezpečiť, že sú hodnotené všetky príslušné riziká pre určený cieľový trh a že zamýšľaná stratégia distribúcie produktu je v súlade s identifikovaným cieľovým trhom.¹⁴

Nutnosť revidovať vnútorné schvaľovacie procesy týkajúce sa produktov, stratégia ich distribúcie klientom a zvýšené požiadavky na vzdelávanie zamestnancov sú konkrétnymi zónami dopadu novej regulácie MiFID II na fungovanie investičnej spoločnosti, v rámci ktorých si investičná spoločnosť musí klásť otázku, či ponúkание jej služieb a produktov je v súlade s právnou úpravou zachytenou v MiFID II.

VYKONANIE NAJLEPŠÍM SPÔSOBOM

MiFID II zdôrazňuje povinnosť vykonať pokyny za najvýhodnejších podmienok pre klienta pri zohľadnení ceny, nákladov, rýchlosti, pravdepodobnosti vykonania a vyrovnania, veľkosti, povahy alebo iných aspektov týkajúcich sa vykonania pokynu.¹⁵ Požiadavky na najlepšie vykonanie pokynu sú vymedzené v článku 27.

Najlepší možný výsledok sa určí z hľadiska celkového plnenia predstavujúceho cenu finančného nástroja a náklady spojené s vykonaním pokynu, ktoré vznikli klientovi a ktoré sú priamo spojené s vykonaním pokynu vrátane poplatkov pre miesta výkonu, poplatkov za zúčtovanie a vyrovnanie a akýchkoľvek iných poplatkov hradených tretím stranám zapojeným do vykonania pokynu.¹⁶

Pri vykonaní pokynu klienta je zakázané, aby investičná spoločnosť dostávala nejakú peňažnú alebo nepeňažnú odmenu za to, že klienta naviguje na určité obchodné miesto. Takýmto nasmerovaním klienta by došlo k porušeniu zásady zákazu poskytovania stimulov a zákazu konfliktu záujmov.

Investičná spoločnosť musí mať vytvorenú politiku, ktorej cieľom bude zabezpečiť čo najlepšie vykonávanie pokynov klienta. Jej obsah musí byť štruktúrovaný v závislosti od triedy finančného nástroja a zároveň musí obsahovať informácie o miestach, kde investičná spoločnosť vykonáva pokyny klientov, a činitele ovplyvňujúce výber miesta výkonu. Musí obsahovať aspoň tie miesta výkonu, ktoré trvale umožňujú investičnej spoločnosti dosiahnuť najlepší možný výsledok v prípade vykonávania pokynov klientov. Táto politika musí jasne, dostatočne podrobne a spôsobom ľahko pochopiteľným pre klientov vysvetľovať, ako bude investičná spoločnosť v mene klienta vykonávať pokyny. Klient musí s obsahom tejto politiky výslovne súhlasiť.¹⁷

Investičné spoločnosti, ktoré vykonávajú pokyny klientov, sú povinné raz za štvrtrok vypracovať a zverejniť zhrnutie piatich najlepších miest výkonu z hľadiska zaslaných objemov obchodovania, kde vykonali pokyny klientov v predchádzajúcom štvrtroku, a údaje o dosiahnutej kvalite výkonu, a to pre každú triedu finančných nástrojov.¹⁸

Dôsledkom týchto nových požiadaviek v súvislosti s vykonaním pokynov klientov najlepším spô-

11 Článok 23 smernice Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi.

12 Impact assessment accompanying the proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on Markets in financial instruments and the Proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council on Markets in financial instruments, s. 16.

13 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, článok 25.

14 Tamtiež, článok 16.

15 Tamtiež, článok 27.

16 Tamtiež.

17 Tamtiež.

18 Tamtiež.



19 *Tamtiež*, článok 16.

20 *Tamtiež*.

21 *Impact assessment accompanying the proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on Markets in financial instruments and the Proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council on Markets in financial instruments*, s. 5.

22 *Tamtiež*, s. 6.

23 *Tamtiež*, s. 17.

24 *Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi*, článok 30.

25 *Bod 104 odôvodnenia smernice Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi*.

Použitie zdroje:

1. Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ, (OJ) L 173/349, 12.6.2014.
2. Smernica Európskeho parlamentu a Rady, ktorou sa mení smernica 2014/65/EÚ o trhoch s finančnými nástrojmi, pokiaľ ide o určité dátumy.
3. Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/39/ES z 21. apríla 2004 o trhoch s finančnými nástrojmi, o zmene a doplnení smerníc Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a smernice Európskeho parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení smernice Rady 93/22/EHS; (OJ) L 145/1, 30.4.2004.
4. Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 600/2014 z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012 Text s významom pre EHP; (OJ) L 173/84, 12.6.2014;
5. Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 600/2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, nariadenie (EÚ) č. 596/2014 o zneužívaní trhu a nariadenie (EÚ) č. 909/2014 o zlepšení vyrovnania transakcií s cennými papiermi v Európskej únii a o centrálnych depozitároch cenných papierov, pokiaľ ide o určité termíny;
6. ESMA Guidelines on remuneration policies and practices (MiFID) from September 2012;
7. *Impact assessment accompanying the proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on Markets in financial instruments and the Proposal for a Regulation of the European parliament and of the Council on Markets in financial Instruments*;
8. MARKOVIČ, P. a kol. 2007: *Manažment finančných rizík podniku*, Wolters Kluwer (Iura Edition), Bratislava 2007, 383 s. ISBN 9788080781323

sobom je vytvorenie nových politík pre investičné spoločnosti, resp. ich prispôbenie novej právnej úprave po obsahovej a štrukturálnej stránke. Okrem vytvorenia nových politík bude mať nová úprava MiFID II vplyv na spôsob spracovania dát o obchodoch klientov na účely spracovania štvrťročných správ.

UCHOVÁVANIE DÁT

Regulácia MiFID II rozširuje okruh povinností investičných spoločností, aj čo sa týka problematiky uchovávania dát. Konkrétne ide o uchovávanie telefonických konverzácie a elektronickej komunikácie medzi investičnou spoločnosťou a klientom, a to vzhľadom na všetky druhy finančných nástrojov pri prijímaní, odosiadaní a vykonávaní pokynov klienta. Táto požiadavka zahŕňa aj uchovávanie tej komunikácie s klientom, ktorá len smeruje k uzatvoreniu samotného obchodu, aj keď k transakcii napokon nemusí dôjsť. Týka sa aj transakcií pri obchodovaní na vlastný účet alebo pri poskytovaní služieb súvisiacich s prijímaním, zasielaním a vykonávaním pokynov klientov, a to aj vtedy, ak tieto konverzácie alebo komunikácia nevedú k uzavretiu takýchto transakcií alebo k poskytnutiu služieb týkajúcich sa pokynov klientov. Zároveň platí, že klient musí byť upovedomený o skutočnosti, že komunikácia je nahrávaná alebo inak zaznamenávaná. Investičná spoločnosť nemôže poskytnúť investičnú službu a činnosť vrátane vedľajších služieb, ak nie je klient o tejto skutočnosti informovaný. Klienti rovnako môžu svoje pokyny oznamovať prostredníctvom iných kanálov, takáto komunikácia sa však musí uskutočniť na trvanlivom médiu, ako sú napríklad poštové zásielky, faxy, emaily alebo záznamy pokynov klienta urobené na stretnutiach.¹⁹

Investičná spoločnosť musí uchovávať dáta prechádzajúce všetkými komunikačnými kanálmi medzi ňou a klientom prostredníctvom zariadení, ktoré poskytla investičná spoločnosť zamestnancovi alebo svojmu zmluvnému dodávateľovi, alebo ich použitie schválila. Elektronická a telefonická komunikácia sa musí uchovávať počas obdobia piatich rokov a na žiadosť príslušného orgánu počas obdobia siedmich rokov.²⁰

Zásadným dopadom pre investičné spoločnosti v tejto súvislosti je nutnosť vytvorenia alebo adaptovania IT infraštruktúry pre uchovávanie elektronickej komunikácie a nahrávok telefonických konverzácie.

KLASIFIKÁCIA KLIENTOV

Právna úprava obsiahnutá v MiFID I vychádzala z nesprávneho predpokladu, že profesionálni klienti vedia, čo je pre nich a pre trh ako celok najlepšie, a preto podliehali len minimálnemu komplexnému trhovému dohľadu.²¹ Každá skupina investorov potrebuje osobitný druh ochrany. Služby pre investorov by mali poskytovať len hodnoverní účastníci trhu. Investičné spoločnosti a obchodné miesta by mali podliehať prísny organizačným pravidlám, aby nedochádzalo k narušeniu trhu

alebo prílišnej volatility pri niektorých druhoch finančných nástrojov.²²

V rámci právneho rámca MiFID I sú klienti roztriedení do troch skupín: retailoví klienti, profesionálni klienti a spôsobilé protistrany. Miera ochrany týchto klientov a nároky právnej regulácie sa zvyšujú od retailových klientov až po oprávnené protistrany. Hlavným argumentom v prospech tejto štruktúry ochrany je skutočnosť, že väčšie entity majú väčší prístup k informáciám a poznatkom a následne i primerané prostriedky na ich vlastnú ochranu.²³

Novou právnou úpravou sa štruktúra klasifikácie klientov nezmenila, prešla však viacerými úpravami. Nové požiadavky sa kladú najmä na spôsobilé protistrany, ktoré v rámci MiFID I neboli dostatočne regulované.²⁴ Smernica MiFID II stanovuje, že samospráva a miestne verejné orgány sú zaradené medzi retailových klientov, pokiaľ explicitne nechcú samy postúpiť na úroveň profesionálnych klientov. Platí však pravidlo, že samospráva a miestne verejné orgány nemôžu postúpiť na úroveň oprávnenej protistrany.²⁵

Bod 104 odôvodnenia smernice MiFID II používa pojem „samospráva a miestne verejné orgány“, v angličtine „municipalities and local public authorities“. Tento pojem nie je z právneho hľadiska presne preložený a v prostredí právneho poriadku Slovenskej republiky pôjde o jednotky územnej samosprávy, ktoré sú zodpovedné za výkon územnej samosprávy a prenesený výkon štátnej správy na miestnej úrovni.

ZÁVER

Cieľom tohto článku je zodpovedať otázku, čo nové prináša MiFID II do investičného bankovníctva. Zároveň predstavuje hlavné implementačné body novej regulácie pre investičné spoločnosti, ktorá sa prostredníctvom nových požiadaviek na účastníkov trhu snaží zvýšiť ochranu investora. Najzávažnejším dôsledkom novej právnej úpravy zostáva otázka nákladov na implementáciu všetkých relevantných ustanovení smernice MiFID II a nariadenia MiFIR s cieľom zosúladiť poskytovanie investičných služieb vrátane vedľajších služieb a vykonávanie investičných činností investičnou spoločnosťou s novou právnou úpravou. Pomer medzi nákladmi a výnosmi z poskytovania investičných služieb a činností vrátane vedľajších služieb sa javí ako kľúčový faktor pri zisťovaní, či je pre určitú investičnú spoločnosť stále výnosné poskytovať tieto služby a aktivity.

Problematika ochrany investora je veľmi dôležitým aspektom v rámci investovania kapitálu, keďže ide o komplexné a špecifické obchody, pri ktorých môže byť klient vystavený riziku. V rámci diskusií o novej právnej úprave MiFID II sa spomína najmä riziko pre investora. Preto je na mieste zamerať pozornosť na úskalia novej právnej úpravy z perspektívy investičnej spoločnosti, keďže striktnosť novej právnej úpravy a implementačná záťaž pre investičné spoločnosti môže mať za následok odchod menších investičných spoločností z trhu.



Sú záporné dolárové swapové spready novým štandardom?

Ludovít Kútnik
Národná banka Slovenska

Reforma finančného systému ako odpoveď na krízu so začiatkom v roku 2008 znamenala pre účastníkov trhu prestavenie základných parametrov ich obchodného modelu. Zmenilo sa vnímanie a riadenie jednotlivých druhov rizík, navyše viaceré centrálné banky najvyspelejších ekonomík uvoľnili menové politiky v dovtedy nevídanom rozsahu. V rámci najväčšej kategórie derivátov – úrokových swapov – sú výsledkom toho užšie swapové spready oproti historickým úrovniam. Koncom minulého roka sa dolárové swapové spready opäť zúžili, pričom pri viacerých kratších splatnostiach sa prvýkrát dostali do záporných hodnôt. Čo je príčinou tohto poklesu? Je to len dočasný stav alebo ide o nový normál? Aké faktory ovplyvňujú swapové spready? Zmení sa motivácia účastníkov trhu uzatvárať úrokové swapy?

Úvod

Od začiatku finančnej krízy v roku 2008 možno v rámci finančných trhov pozorovať nové historické úrovne cien naprieč spektrom finančných nástrojov. Jedným z nich sú aj dolárové úrokové swapy (*fixed-for-floating IRS*), keď rozdiely medzi USD swapovými sadzbami a výnosmi amerických vládnych dlhopisov (*US Treasuries*), tzv. swapové spready, sa od roku 2009 posunuli na nové historické minimá. Po niekoľkoročnom relatívne stabilnom období došlo koncom minulého roka k ďalšiemu výraznému zúženiu swapových spreadov, s výnimkou veľmi krátkej časti krivky, až do záporných hodnôt. To môže navodzovať dojem nižšej kredibility americkej vlády v porovnaní s bankami participujúcimi na tvorbe sadzby LIBOR. Medzi relevantnými účastníkmi trhu to zároveň podnietilo intenzívnu diskusiu o príčinách daného vývoja a otázku možnej novej éry pre USD swapové spready.

AKÉ FAKTORY OVPLYVŇUJÚ SWAPOVÉ SPREADY?

1. Začneme porovnaním rizikových charakteristík oboch vstupov. Pre spresnenie, swapový spread je rozdiel medzi swapovou sadzbou danej splatnosti a výnosom (*YTM*) vládneho dlhopisu s rovnakou splatnosťou:

$$\text{Swap spread}_t = \text{Swap rate}_t - \text{Treasury Yield}_t$$

Úrokový swap (*Interest rate swap, IRS*) predstavuje dohodu dvoch protistrán o výmene úrokových platieb. Kreditná kvalita týchto protistrán je zvyčajne nižšia ako kreditná kvalita emitentov vydávajúcich vládne dlhopisy. To znamená, že peňažné toky zo swapov by mali niesť vyššie riziko protistrany [1]. Intuitívne sa tak dá očakávať, že swapová krivka bude nad vládnu krivku, teda že swapové spready budú pozitívne (do začiatku finančnej krízy v roku 2008 sa dolárové swapy obchodovali s pozitívnym spreadom voči vládnej krivke pre všetky splatnosti).

Na druhej strane viaceré charakteristiky swapu znižujú kreditné riziko, a teda aj spready. Ak sú obidve nohy swapu denominované v rovnakej mene, nominál sa nevymieňa (slúži len ako báza na výpočet úrokov). Výmena nominálov by bez protihodnoty zvýšila riziko protistrany. Ďalší znak swapu znižujúci riziko protistrany je záväzok platiť pre obidve strany dohody (*reciprocal obligations*). Tým, že swap predstavuje neistotu pre obidve protistrany, v závislosti od vývoja sadzieb strana A môže byť vystavená riziku protistrany B, alebo naopak predstavovať riziko pre protistranu B. Keďže pri uzavretí swapu nepoznáme budúci vývoj, časť kreditného rizika protistrán sa vzájomne vykráti. A to je aj rozdiel oproti dlhopisu, kde len jeho vlastník je vystavený kreditnému riziku protistrany (*unilateral obligation*). Pri dlhopise je okrem toho expozícia zvýšená o nominál.

Veľmi dôležitou technikou znižovania rizika protistrany je kolateralizácia a netting. V rámci nettingu je možné agregovať všetky platby s konkrétnou protistranou v danej mene do jednej platby, a zredukovať tak celkovú expozíciu znížením ziskov o straty s touto protistranou. Strana, ktorá má čistú pohľadávku voči inej protistrane z trhového precenenia všetkých vzájomných pozícií, má právo od nej požadovať kolaterál ako zábezpeku v prípade jej zlyhania. Podľa prieskumov *ISDA Margin Survey 2006, 2011 a 2013* [2] v rokoch 2003 až 2006 53 až 58 % expozícií tvorených tzv. *fixed income OTC* (over-the-counter) derivátmi (vrátane swapov) bolo kolateralizovaných. Po kríze, v rokoch 2011 až 2013, podiel kolateralizovaných obchodov stúpol na 78 až 79 %. Peňažné toky zo swapov s kreditnou kvalitou pôvodne na úrovni sadzby LIBOR zvyšujú cez kolateralizáciu svoju kvalitu.

Ďalšou významnou zmenou v rámci regulatorných reforiem finančných trhov po kríze je zavedenie povinnosti (kde je to možné) centrálného clearingového pre OTC deriváty (historicky, swapy sa obchodovali výlučne OTC). Podľa Dodd-Frank reformy na americkom trhu (EMIR/MiFID II/MiFIR pre EU) sa *fixed-for-floating IRS* v EUR, GBP, JPY a USD



musia vyrovnať centrálne cez schválené clearingové centrum [1]. Pri swapoch, ktoré sa clearujú centrálne, je pôvodná dohoda medzi dvomi stranami nahradená dvomi novými dohodami, každá protistrana verzus clearingové centrum. Zavedenie povinnosti centrálneho clearovania pre swapy znížilo riziko protistrany v pokrízovom období.

2. Swapové spready by mali ďalej odrážať rozdiely v likvidite swapov a vládnych dlhopisov. Likvidita USD swapov je ale veľmi vysoká, a to aj relatívne voči US Treasuries. Podľa BIS (Bank for International Settlements) [3, 4] celkový objem otvorených úrokových futures (dlhopisových a IR futures) globálne v nominálnom vyjadrení k júnu 2015 bol 26 116 mld. USD ekvivalent (16 813 mld. USD pre futures denominované v USD), zatiaľ čo úrokové swapy v nominálnom vyjadrení 319 954 mld. USD ekvivalent (106 838 mld. USD pre swapy denominované v USD). Znamená to, že trh úrokových swapov bol 12-krát väčší ako trh úrokových futures globálne, a 6-krát väčší pri kontraktach denominovaných v USD (veľkosť trhu amerických vládnych dlhopisov je približne 13 000 mld. USD).

Z pohľadu rozdielu medzi nákupnou a predajnou cenou (*bid-ask spread*) sa likvidita dolárových swapov (podľa zatváracích hodnôt zo systému Bloomberg) historicky postupne zvyšovala. Mierne zhoršenia (po roku 2008), ktoré však mali len krátke trvanie, nastali v situáciách zvyšujúcich neistotu na finančných trhoch, ako napr. *FED taper tantrum* v roku 2013. Likvidita amerických vládnych dlhopisov je podľa rozdielov medzi nákupnou a predajnou cenou vyššia ako likvidita dolárových swapov, rozdiely medzi týmito trhmi sa však oproti minulosti zmenšili, najmä z dôvodu zlepšenia likvidity swapov.

Jednou z dimenzií likvidity je ochota a kapacita dilerov (bánk) držať vo svojej súvahe dlhopisy a poskytovať tzv. *market-making*. Nová regulácia v tomto smere prispela k prehodnoteniu obchodného modelu bánk, keď v dôsledku vyšších kapitálových požiadaviek americkí primárni dileri výrazne zredukovali držbu dlhopisov. Zmenila sa tiež ich kompozícia, keď korporátne dlhopisy od roku 2008 prudko poklesli a čisté krátke pozície v US Treasuries nahradili v roku 2011 a 2012 z dôvodu predzásobenia sa pred kvantitatívnym uvoľňovaním zo strany Fedu čisté dlhé pozície. Do polovice minulého roka zredukovali americkí primárni dileri tieto pozície v US Treasuries o takmer 80 % [12].

3. Ďalší faktor ovplyvňujúci swapové spready je, rovnako ako pri stanovení ceny akéhokoľvek finančného inštrumentu, dopyt/ponuka. Ak sa pozrieme na obidva vstupy jednotlivo, tak napr. zvýšený záujem investorov dostávať verzus platiť fixnú sadzbu pri swapoch (napr. z dôvodu očakávania poklesu úrokov) bude mať za následok nižšie swapové sadzby. To znamená, že swapové spready by sa mali zúžiť (samozrejme, swapy a trh vládnych dlhopisov nie sú izolované a na zmeny v dopyte/ponuke v rámci swapov môžu vládne výnosy reagovať podobne, teda swapový spread sa nemusí zmeniť). Podobný príklad, ale z pohľa-

Obrázok 1 Pozícia swapového dílera ako platcu fixnej sadzby

US Treasury		Repo diler
+ výnos UST	↓	↑ - repo sadzba
Swapový diler		
- fixná sadzba	↓	↑ + LIBOR
Protistrana v swape		

Poznámka: Znamienka sú z pozície swapového dílera. Fixná sadzba \approx výnos UST + LIBOR – repo sadzba.

du vládnych dlhopisov – výrazné zníženie emisie (ponuky) dlhopisov zo strany vlády zvýši ich cenu (teda výnosy poklesnú). Opäť, ak abstrahujeme od možných vplyvov nižšej emisnej aktivity na swapový trh, výsledkom by mala byť zmena spreadov, v tomto prípade rozšírenie swapových spreadov voči vládnej krivke.

4. Pre USD swapového dílera predstavujú US Treasuries hlavný nástroj pre manažment úrokového rizika jeho obchodnej knihy. Financovanie US Treasuries prebieha cez repo trh, to znamená, že podmienky na repo trhu (vzťah medzi sadzbou LIBOR a repo sadzbami) predstavujú ďalší dôležitý faktor ovplyvňujúci swapové spready (obrázok 1). Zjednodušene to znamená, že ak vládny dlhopis zdražie na repo trhu (relatívne voči sadzbe LIBOR), swapový diler, ktorý je platcom fixnej sadzby, si bude môcť dovoliť platiť menší fixný úrok, teda swapový spread by sa mal zúžiť. V rámci porovnania výnosu vládneho dlhopisu so swapovou sadzbou môžeme LIBOR považovať za tzv. *funding nohu* swapu [5]. Na druhej strane dlhopis (dlhá pozícia) je financovaný cez repo operáciu. Čiže dve fixné sadzby (kupón v prípade dlhopisu a fixná sadzba pri swape) súvisia s dvomi variabilným sadzbami (repo pri dlhopise a LIBOR pri swape). Východiskový bod pre finálny swapový spread danej splatnosti by tak mal predstavovať očakávaný rozdiel medzi sadzbou LIBOR a repo sadzbou pre rovnaké obdobie. Ostatné faktory (doteraz diskutované) môžu spread odchyliť od tohto bodu, pričom štruktúra (významnosť) faktorov sa líši pre rôzne splatnosti.

Graf 1, zobrazujúci vývoj päťročného USD swapového spreadu a *funding* spreadu (3M LIBOR mínus 3M US GC Repo rate) potvrdzuje, že swapový spread vo veľkej miere odráža rozdiel vo financovaní swapu oproti vládnemu dlhopisu.

Z grafu 1 je tiež možné pozorovať určitú anomáliu v rámci dolárového peňažného trhu ku koncu roka 2015 (pred prvým zvyšovaním úrokových sadziieb v USA po takmer 10 rokoch). *Funding* spread dosahoval záporné hodnoty, keď trojmesačný GS Repo Rate vzrástol nad trojmesačný LIBOR, teda financovanie oproti kolaterálu bolo drahšie ako nekolateralizované. LIBOR (sadzba odrážajúca názor bánk na náklady na požičiavanie si medzi sebou), ktorý sa v podstate neobchoduje (aj keď po reforme by mal vernejšie odrážať skutočné náklady), sa



upravuje viac-menej mechanicky, zatiaľ čo repo výrazne pružnejšie reaguje na trhové udalosti. Po negatívnom funding spreade v septembri (ako reakcia na očakávané zvyšovanie sadzieb spolu so zvýšenou ponukou krátkej časti krivky amerických vládnych dlhopisov (US Treasuries) zo strany centrálnych bánk manažujúcich meny v reakcii na silnejúci dolár, resp. pokles ceny ropy) sa opäť dostal do záporu v novembri a decembri, keď odrážal najmä očakávania možného sprísňovania menovej politiky Fedu v kombinácii s koncoročným manažmentom súvah bánk. Niektorí analytici [6] vyjadrili názor, že môže ísť o permanentný posun a zníženie *fair value* pre finálny swapový spread, po novom roku sa ale funding spread vrátil do plusu na priemerné hodnoty z posledných troch rokov.

Ku koncu minulého roka poklesli tiež dolárové swapové spready. Takmer pozdĺž celej krivky dosiahli historické minimá, navyše viaceré kratšie splatnosti (3 roky a viac) sa prvýkrát dostali do záporného pásma. Na rozdiel od funding spreadu pri nich na začiatku roka 2016 nedošlo ku korekcii, alebo ak áno, tak len čiastočne, hlavne v krátkej časti krivky (do piatich rokov). Čo je príčinou ďalšieho zúženia USD swapových spreadov?

POKRÍZOVÝ VÝVOJ A SÚČASNÝ STAV IRS TRHU

V roku 2009 vstúpili swapové spready do novej éry. Pre všetky splatnosti došlo k výraznému posunu ich úrovni smerom nadol. 10-ročný USD swapový spread poklesol z predkrízových 30 – 70 bázických bodov (s výnimkou kríz, keď boli hodnoty výrazne vyššie) na interval 0 – 20 bázických bodov. Po relatívne stabilnom období takmer sedem rokov sa posledných pár mesiacov interval opäť posunul nadol (do záporných hodnôt) na -20 – 0 bázických bodov, čo medzi účastníkmi trhu vyvolalo otázku možného nového obdobia pre USD swapové spready (graf 2).

Krivka swapových spreadov má aktuálne invertný tvar a tento stav pretrvával počas väčšiny pokrízového obdobia. Na rozdiel od kríz na konci 90-tych rokov a zo začiatku milénia bola počas poslednej krízy (2008) výkonnosť swapov (prijímanie fixnej sadzby) na dlhom konci krivky oproti US Treasuries výrazne vyššia ako pri kratších splatnostiach, pričom 30-ročný USD swapový spread sa ako prvý historicky (od roku 1989, keď Bloomberg začal zverejňovať swapové sadzby) dostal do záporného pásma.

Kombinácia viacerých faktorov mohla viesť k poklesu swapových spreadov v pokrízovom období. Ako už bolo uvedené, kreditné riziko swapov sa v dôsledku kolateralizácie zredukovalo, na druhej strane vládny dlh prestal byť vnímaný ako bezrizikový (a to aj v prípade USA, aj keď po znížení ratingu o jeden stupeň na AA+ od S&P, najmä ako reakcia na proces schvaľovania dlhového stropu, trh zareagoval zvýšením dopytu po US Treasuries, výnosy teda poklesli). Pre účastníkov trhu môžu vládne dlhopisy s dlhými splatnosťami (30 rokov) predstavovať vyššie kreditné riziko ako swapy, preto časť swapového spreadu reprezentujúca kreditné riziko by v tom prípade mala byť negatívna. Aj z hľadiska

Graf 1 Vývoj 5-ročného USD swapového spreadu a funding spreadu (v bázických bodoch)



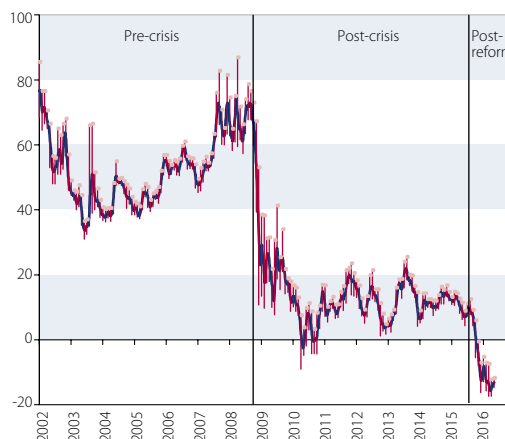
Zdroj: Bloomberg, vlastné spracovanie.

likvidity došlo v danom období k zmene pomeru likvidity amerických vládnych dlhopisov voči swapom.

Medzi ďalšie dôvody zníženia spreadov podľa [1] patrilo hedžovanie konvexity pri dlhopisoch krytých hypotékami (*Mortgage Backed Securities – MBS*). Ako klesali výnosy v pokrízovom období (na historické minimá), znižovala sa tiež durácia MBS portfólií v dôsledku negatívnej konvexity (*prepayment risk* – riziko predčasného splatenia). Jednou z možností náhrady výpadku durácie pre účastníkov trhu MBS je dostávať fixnú sadzbu v rámci IRS, teda zvýšenie relatívneho pomeru prijímania verzus platenia fixnej sadzby (zmena štruktúry ponuky/dopytu) vytváralo tlak na pokles swapových spreadov. Veľkosť MBS trhu ku koncu roka 2013 činila viac ako 7 500 mld. USD [8]. Podľa RBS [7] bol gamma hedžing tiež jedným z hlavných faktorov výrazného zúženia swapových spreadov s dlhou splatnosťou na librovom (GBP) trhu.

Pokles dolárových swapových spreadov v pokrízovom období je ďalej pripisovaný výpadku

Graf 2 Vývoj 10-ročného USD swapového spreadu – jednotlivé obdobia (v bázických bodoch)



Zdroj: HSBC [6], Bloomberg, vlastné spracovanie.



veľkých platcov fixnej sadzby – účastníkov swapového trhu [6]. Fannie Mae a Freddie Mac (*US Government-sponsored enterprises*) pred krízou hedžovali úrokové riziká svojich portfólií úrokovými swapmi platením fixnej sadzby. V septembri 2008 prešli tieto entity z rozhodnutia ministerstva financií pod správu FHFA (Federal Housing Finance Agency) a jednou z podmienok záchrany zo strany vlády bola požiadavka na zníženie ich investičných portfólií (z približne 1 500 mld. USD postupne až na 250 mld. USD pre každú entitu osobitne do roku 2018). Výsledkom toho je pokles relatívneho pomeru medzi platcami a príjemcami fixnej sadzby a následný tlak na zúženie swapových spreadov.

Tradičné prístupy vo vysvetľovaní negatívnych swapových spreadov zlyhávajú. V minulosti boli swapové spready modelové najmä cez [9]:

- TED spread (rozdiel medzi 3M LIBOR a 3M T-Bill) – indikátor vnímania kreditného rizika v ekonomike (požičiavanie bankám verzus vláde),
- ukazovateľ tolerancie rizika investormi – risk off/risk on mode (VIX alebo vládne CDS),
- indikátor ponuky dlhopisov (emisná aktivita, deficit, celkový dlh atď. – čím vyššia ponuka, tým užšie spready),
- ukazovateľ hedžovania v rámci MBS trhu (vzrastajúcim refinancovaním hypoték rastie dopyt emitentov MBS po fixnej sadzbe zo swapu, čo vytvára tlak na pokles swapových spreadov).

V rámci aktuálneho vývoja bolo ponúknutých niekoľko vysvetlení záporných swapových spreadov (pozri napr. [5, 6, 7, 9, 13]).

REGULÁCIA, EMISNÁ AKTIVITA, CENTRÁLNE BANKY?

1. Pokrízový vývoj priniesol významné štrukturálne zmeny prameniace z novej regulácie finančných trhov. Reforma finančného systému zdražela leverage – zvýšili sa kapitálové požiadavky relatívne k celkovým aktívam (od začiatku roka 2015 banky zverejňujú tzv. *leverage ratio*, pričom požiadavky naň začnú platiť od 1. januára 2018, po finálnej kalibrácii a možných úpravách definície v roku 2017). Drahší leverage, umocnený striktnými požiadavkami na návratnosť kapitálu (RoE) zo strany akcionárov, logicky pre banky (dílery) znamená utlmenie biznisu s nízkou maržou, ktorý zároveň zaberá veľké miesto v súvahe (*low-margin & highly leveraged business*), ako je napr. držanie swapových spreadov. Výsledkom je výpadok veľkých platcov fixnej sadzby v rámci swapového trhu, resp. servisu pre nich (*repo financing*).

V rámci repo trhu, ktorý spadá do kategórie nízka marža/vysoká spotreba kapitálu, sa banky (US primárni díleri) stali z čistých veriteľov (*net lenders*) USD hotovosti pred krízou (reverzné repo operácie) čistými dlžníkmi (*net borrowers*) USD hotovosti po kríze (repo operácie) a v absolútnych objemoch sa tento rozdiel postupne prehľboval. Podiel reverzných repo obchodov v súvahe bánk poklesol z približne 15 % v rokoch 2007 a 2008 na 4 % posledné 2 až 3 roky [13], pričom výrazne sa znížili aj zobchodované objemy.

Obrázok 2 Asset swapper (investor)

Dlhopis s fixným kupónom	Repo díler
Kupón dlhopisu ↓	Repo sadzba ↑
Investor (napr. hedžový fond)	
Kupón dlhopisu ↓	LIBOR + ASW ↑
Swapový díler	

Poznámka: $Zisk\ asset\ swappera = (LIBOR + ASW - repo\ sadzba)$.

Nová regulácia ďalej obmedzila, ako sme už uviedli, *market-making* (primárni díleri zredukovali držbu a zmenili kompozíciu dlhopisov na svojich súvahách) a obchody na vlastnú knihu (*proprietary trading*). Všetky uvedené faktory spravili prostredie menej atraktívnym na obchodovanie trhových výkyvov, ako sú napr. záporné swapové spready.

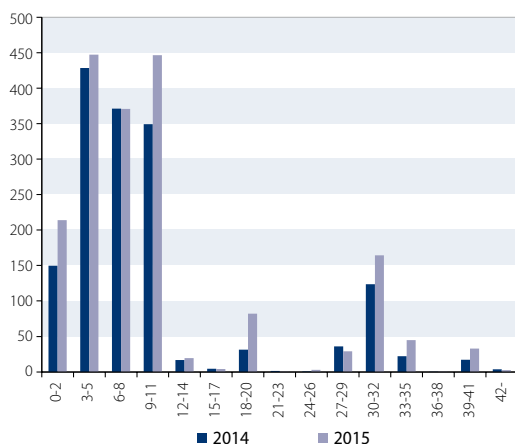
Za normálnych okolností by táto anomália rýchlo vymizla, súčasné podmienky však nepriťahli dostatočné množstvo investorov kupujúcich asset swap spread (*asset swapper*), ako napr. hedžové fondy alebo samotné banky, ktorí by vrátili vzťah medzi swapmi a výnosmi vládnych dlhopisov do normálu. Asset swapper kúpi dlhopis cez repo operáciu a zároveň uzavrie IRS, kde platí fixný úrok, čiže inkasuje *a*) rozdiel z výnosu dlhopisu oproti fixnej sadzbe swapu, tzv. *ASW* (*asset swap margin*), a *b*) funding spread (LIBOR mínus repo sadzba) (obr. 2). Duračne je táto štruktúra neutrálna a má charakter syntetického FRN (*Floating rate note*). Rizikom je, že náklady na repo presiahnu LIBOR o viac ako ASW v priemere počas držania pozície, príp. nutnosť vystúpenia zo štruktúry po náraste ASW. Ideálnym scenárom je pokles ASW krátko po kúpení spreadu na nulu, príp. do zápornej hodnoty, a následné zrealizovanie zisku.

Aktuálna je otázka, kto môže byť platcom fixného úroku a koľko ešte musia swapové spready klesnúť, aby priťahli nových investorov. Okrem amerických bánk (30-ročný ASW na úrovni +47 bazických bodov (k 1. júnu 2016) s nulovou rizikovou váhou pre US Treasuries ponúkal konkurencieschopný výnos významnej časti aktív bánk [6]) patria medzi ďalších potenciálnych investorov platiacich fixný úrok v IRS hedžové fondy a asset manažéri. Nákup asset swapového spreadu vyžaduje financovanie US Treasuries cez repo trh. V dôsledku novej regulácie však banky redukujú repo knihy, keďže tento biznis spadá do kategórie nízkomaržového s veľkou spotrebou súvahy, čiže repo dražie (jeden z faktorov poklesu swapových spreadov). Tento stav môže viesť hedžové fondy a asset manažerov k hľadaniu leverage z alternatívnych zdrojov, napr. priamo vo fondoch peňažného trhu, ktoré nespádajú pod rovnaké obmedzenia ako banky [7].

Ďalším dôsledkom pokrízovej regulácie je zvýšená emisia dlhu bankami. V rámci nových požia-



Graf 3 Emisia dolárových dlhopisov americkými spoločnosťami podľa splatnosti (v mld. USD)



Zdroj: Bloomberg, vlastné spracovanie.

daviek (*Total Loss Absorbing Capacity – TLAC*) budú musieť banky s účinnosťou od roku 2019 zvýšiť regulatórny kapitál cez dlhodobý nezabezpečený dlh. Podľa rôznych odhadov [7] musia globálne systémovo významné banky do tohto obdobia emitovať viac ako 200 mld. USD nového dlhu, čo znamená tlak na swapové spready, keďže z dôvodu tzv. *Asset-Liability Management (ALM)* banky swapujú fixný dlh (záväzky) na variabilný tým, že dostávajú fixnú sadzbu zo swapu. Zvyšuje sa tým relatívny pomer medzi príjemcami a platcami fixného úroku, výsledkom čoho môžu byť užšie swapové spready.

2. Druhý najčastejšie diskutovaný dôvod nedávneho zúženia swapových spreadov je nárast emisie korporátnych dlhopisov (finančných a nefinančných inštitúcií). V minulom roku (2015) americké spoločnosti emitovali rekordný objem dlhu denominovaného v USD (1 861 mld. USD, čo je o 19 % viac ako v roku 2014), navyše s rekordnou dĺžkou. Spoločnosti môžu pretransformovať fixný dlh na variabilný prijímaním fixnej sadzby zo swapu, teda možný zvýšený záujem o fixnú sadzbu ako dôsledok nárastu emisnej aktivity mohol vyústiť do zúženia swapových spreadov. Vysvetlenie záporných swapových spreadov pôsobením len tohto faktora však má svoje limity.

Nie je jasné, akú časť novovydaných dlhopisov s fixným kupónom emitenti swapovali na variabilné záväzky. Jeden z dôvodov výrazného nárastu emisii v poslednom období bol očakávaný začiatok sprisňovania menovej politiky zo strany Fedu. Spoločnosti chceli využiť možnosť lacného získania zdrojov ešte predtým, ako Fed k zvyšovaniu základnej úrokovej sadzby skutočne pristúpi. Náklady na dlh, najmä v dlhšej časti krivky, sa stále nachádzali veľmi blízko historických miním. Je teda ťažšie porozumieť prípadnej motivácii swapovať fixný dlh na variabilný v čase historicky najlacnejších peňazí, keď riziko zmeny výnosov je výrazne viac vychýlené nahor.

Na druhej strane záujem transformovať fixný dlh na variabilný v týchto podmienkach môže naznačovať, že spoločnosti neočakávali rast úroko-

vých sadzieb v blízkej budúcnosti. Minimálne nie do tej miery, že by vymazal benefit pozitívneho sklonu výnosovej krivky. Vo všeobecnosti strmá výnosová krivka zvyšuje dopyt po fixnej sadzbe vo swape, keď emitenti preferujú swapovať fixné emisie na variabilné. Sklon výnosovej krivky patril podľa niektorých bánk [13] medzi významné faktory vysvetľujúce vývoj USD swapových spreadov v poslednom období.

Z hľadiska jednotlivých splatností bol minuloročný nárast emisnej aktivity pozdĺž výnosovej krivky rozložený nerovnomerne (graf 3). Oblasť do dvoch rokov (medziročne +64 mld. USD/+43 %) generuje nízku swapovacu aktivitu, pričom v rámci manažmentu úrokového rizika dominujú kontrakty futures. V sektore so splatnosťami 3 až 8 rokov vzrástli nové emisie len mierne (+18 mld. USD /+2,3 %, z toho finančné spoločnosti +9 mld. USD /+3,9 %), navyše celkový objem bol pod úrovňou z roku 2013 (-30 mld. USD). Pokles swapových spreadov v danej časti krivky ku koncu minulého roka na historické minimum tak nie významne súvisí s emisnou aktivitou amerických spoločností v týchto splatnostiach.

Na druhej strane ponuka nového dlhu v dlhej časti krivky (20 rokov a viac) výrazne prekonala všetky doterajšie hodnoty a medziročne vzrástla o takmer 123 mld. USD (+52 %), čo je obrovské číslo (ponuka US Treasuries v týchto splatnostiach v roku 2015 bola 207 mld. USD). V rámci swapového trhu týmto splatnostiam dominuje vysoký počet veľkých prirodzených príjemcov fixnej sadzby (napr. poisťovní) a zároveň absentujú prirodzení platcovia, minimálne čo sa týka objemov, ktoré by zodpovedali príjmom [5]. Pre poisťovne predstavujú swapy zdroj dlhšej durácie a používajú sa napr. na hedžovanie dlhodobých záväzkov (manažment úrokového rizika) z poisťných zmlúv (pri životnom poistení), prijímaním fixnej sadzby v rámci swapu.

Aj keď nie je známe, aká časť emisii s dlhou splatnosťou bola swapovaná na variabilný dlh, pri predpoklade zachovania podielu na nezmenenej úrovni oproti predchádzajúcim rokom spolu s vysokým nárastom emisii finančných spoločností v tejto oblasti (+41 %) naznačujú, že ponuka dlhu v rámci dlhých splatností (t. j. vysoký previs dopytu po fixnej sadzbe zo swapu) patrila medzi hlavné dôvody zúženia swapových spreadov na dlhom konci krivky v poslednom období. Zjednodušene možno povedať, že dôležitosť faktora emisná aktivita (ako súčasť vysvetlenia zúženia swapových spreadov ku koncu minulého roka) rastie, čím viac sa po výnosovej krivke posúvame doprava. V tomto kontexte je potrebné vnímať tiež nárast emisie o 100 mld. USD so splatnosťou 10 rokov (+28 %, z toho finančné spoločnosti +27 mld. USD /+33 %).

V minulom roku došlo tiež k výraznému nárastu nového dlhu amerických spoločností denominovaného v eurách (medziročne o takmer polovicu na 113 mld. EUR). Emisie v cudzích menách bývajú koncentrované skôr v krátkej a strednej časti krivky. V prípade amerických spoločností 82 % eurového dlhu vydaného v roku 2015 malo splatnosť do 10 rokov a tiež takmer celý nárast (89 %) pochádzal z tejto oblasti.



Emisia v cudzích menách však vytvára opačný tlak na domáce swapové spready ako domáce emisie. Keď americká spoločnosť vydá dlhopis s fixným kupónom v eurách, prijímaním fixnej nohy swapu denominovaného v eurách pretransformuje tento dlh na variabilný a v kombinácii s tzv. *cross-currency basis swapom* (receive EURUSD XCCY) pôvodne eurové fixné záväzky zmení na dolárové variabilné. V skutočnosti teda vydá dolárový dlhopis s variabilným kupónom (FRN). Následne tento dlh cez platenie fixnej sadzby vo swape môže zmeniť na fixný dlhopis (USD). Prečo americká spoločnosť rovno nevydá fixný dolárový dlh, keď cez eurovú emisiu v kombinácii so swapmi a *cross currency basis swapom* vo finále skončí rovnako s fixnými dolárovými záväzkami na svojej súvahe? Odpoveďou sú náklady. Výsledná štruktúra môže znamenať výraznú úsporu pre spoločnosť v porovnaní s priamou emisiou, v závislosti od trhových podmienok.

Zvýšené eurové emisie amerických spoločností vytvárajú tlak na pokles eurových swapových spreadov (rastie dopyt po fixnej nohe v rámci eurového swapového trhu) a naopak, tlak na rast USD swapových spreadov (ako dôsledok zvýšeného záujmu platiť fixnú sadzbu v rámci USD swapového trhu). Dolárové swapové spready však nedávno výrazne poklesli. Vzhľadom na nízky absolútny objem eurových emisií amerických spoločností v porovnaní s dolárovými je ich vplyv na USD swapový trh zanedbateľný.

Zvýšená emisija eurového dlhu americkými spoločnosťami je tiež jedným z faktorov poklesu EURUSD *cross-currency basis* hlbšie do záporných hodnôt, čo vytvára príležitosti pre dolárových investorov nakupovať eurové dlhopisy s fixným kupónom a pretransformovať ich na dolárové aktíva. Nákup nemeckého vládneho dlhopisu (Bund) s pevným kupónom, cez platenie fixnej sadzby v rámci eurového swapu zmeneného na dlhopis s variabilným kupónom, v kombinácii s *cross-currency basis swapom* (pay EURUSD XCCY) vyústi do USD dlhopisu s variabilným kupónom. Následným uzavretím IRS, kde dostáva fixnú sadzbu v rámci USD swapu, dostaneme syntetický dolárový dlhopis s fixným výnosom. Uvedená štruktúra ponúkala nadvýnos (*pick-up*) oproti americkým vládny dlhopisom v krátkej/strednej časti krivky (do 10 rokov) v závislosti od trhových podmienok dvojciferné hodnoty (v bázičných bodoch).

Tento typ obchodov má však opačný efekt na USD swapové spready ako emisie v cudzej mene (EUR), keďže zvyšuje dopyt po fixnej sadzbe USD swapu, nie po variabilnej ako pri cudzomenových emisiách. Tým, že aktivita je sústredená na ľavej strane krivky, vysvetlenie vývoja USD swapových spreadov investovaním do eurových aktív s následným zabezpečením sa voči kurzovému riziku je obmedzené na splatnosti do 10 rokov. Absencia dát (veľkosť investícií) však limituje posúdenie významnosti tohto faktora, aj keď podľa názoru trhu je objem daných obchodov veľmi vysoký, výrazne prevažujúci vplyv emitovania amerických spoločností v eurách na dolárový swapový trh.

3. Medzi ďalšie z diskutovaných faktorov, ktorým trh pripisoval zúženie swapových spreadov ku koncu minulého roka, patrila výpredaj amerických vládnych dlhopisov centrálnymi bankami (najmä zo strany Číny). V rámci peňažného trhu predaje US Treasuries v danom období prispeli k stavu, keď náklady na kolateralizované pôžičky (US GS repo sadzby) presahovali LIBOR. Dílery potrebujú viac hotovosti na financovanie vyššieho inventáru US Treasuries (v 3. štvrtroku 2015 sa viac ako zdvojnásobil) a zároveň sa zvyšuje dostupnosť kolaterálu na trhu, čo vedie k rastu repo sadzieb relatívne voči LIBOR-u (t. j. tlak na pokles swapových spreadov cez nižší funding spread). Vplyv tohto faktora bol najviac citelný v krátkych splatnostiach. Reverzia na začiatku výnosovej krivky v prvých mesiacoch tohto roka z časti odzrkadľovala postupne slabnúci vplyv tohto faktora (vo všeobecnosti čím vyššie čisté pozície primárnych dílerov v US Treasuries, tým nižší swapový spread).

Centrálne banky ovplyvňujú trhy tiež cez programy nákupov v rámci kvantitatívneho uvoľňovania (QE). Aktivita v rámci neštandardných operácií predstavuje jeden z faktorov ovplyvňujúcich hĺbku trhu nakupovaných aktív. Fed sa vo svojich programoch zameril na US Treasuries a MBS, pričom aj keď aktuálne už objemy nenavýšuje, pokračuje v reinvestovaní maturujúcich dlhopisov. Voľné US Treasuries, čiže podiel tých dlhopisov, ktoré nie sú držané na účtoch HTM (držané do splatnosti, ako sú napr. zatiaľ nákupy Fedu v rámci QE) na celkovom objeme amerických vládnych dlhopisov, podľa niektorých bánk [13] patrila medzi významné faktory vysvetľujúce vývoj USD swapových spreadov v poslednom období. Pokiaľ ide o MBS, ich nákupmi Fed stiahol z trhu časť dopytu po variabilnej sadzbe vo swapoch, keďže Fed nehedzuje úrokové riziko cenných papierov nakúpených v rámci jednotlivých programov. Poklesol tak relatívny pomer medzi platcami a príjemcami fixnej sadzby, čo vytvára tlak na zúženie swapových spreadov. Ponuka US Treasuries na rozdiel od MBS negeneruje swapovú aktivitu.

Väčšina faktorov, ktorým sa pripisuje zúženie swapových spreadov v poslednom období, súvisela so zmenou štruktúry ponuky/dopytu po fixnom úroku, resp. so zmenami v rámci repo trhu, či už ako dôsledok regulačných zmien alebo špecifických trhových podmienok.

ZÁPORNÉ SWAPOVÉ SPREADY

Aký vplyv mal pokles swapových spreadov (do záporných hodnôt) na účastníkov trhu?

Vo všeobecnosti pri zúžení profitujú tí, ktorí nakúpili swapový spread (príjemca fixnej sadzby v IRS v kombinácii s krátkou pozíciou v US Treasury) a naopak, pokles má negatívny dopad na krátke pozície v spreade. IRS sa primárne používa na hedžovanie úrokového rizika, resp. na zmenu fixného dlhu na variabilný a naopak. V prípade dlhopisového portfólia tvoreného kreditnými produktmi, kde úrokové riziko je hedžované úrokovými swapmi, aj keď sa kreditná kvalita cenných papierov voči vláde nezmení (G-spread zostane bez zmeny), zúženie



swapových spreadov znamená rozšírenie asset swapových spreadov, čo má negatívny dopad na trhové precenenie portfólia.

Negatívne swapové spready nepredstavujú pre investorov problém, pre nich sú dôležité (v rámci manažmentu úrokového rizika) stabilné spready (pri špekuláciách na úrovne spreadov je naopak preferovaná vysoká volatilita).

Znamenajú záporné swapové spready, že kreditná kvalita bánk je vyššia ako americkej vlády?

Nové regulátorne požiadavky na banky spôsobili zmeny v štruktúre dopytu a ponuky v rámci swapového trhu a významne ovplyvnili fungovanie repo trhu. Spready tak neodzrkadľujú rozdiel vo vnímaní rizika týchto trhov, ale obmedzené možnosti dílerov v rámci svojich súvah. Likvidita amerických vládných cenných papierov je stále vyššia ako likvidita swapov a aj keď došlo k zníženiu rizika zavedením centrálného clearovania pre viacerých účastníkov, swap je stále súkromný kontrakt medzi investorom a dílerom, ktorý nesie v sebe riziko protistrany.

Dosiahli už swapové spready dno, alebo je možné očakávať ďalšie zužovanie, príp. návrat na kladné hodnoty?

V rámci asset swap štruktúry 30-ročný ASW ponúkal +47 bázičkových bodov (1. júna 2016), bankám sa však dané úrovne spreadov stále javili ako neatraktívne. Nákup asset swapového spreadu znamená pre banku držať v súvahe US Treasury. Leverage ukazovateľ ale nerozlišuje medzi vládnym a tzv. *high yield* dlhom. Banka si cez repo kúpi US Treasury za sadzbu LIBOR a uzavrie swap, kde platí fixný úrok. To znamená, že spraví z fixného US Treasury dlhopis s variabilným kupónom, ktorý vynáša LIBOR + ASW. Uvedenú pozíciu je ale potrebné pravidelne rolovať, teda ASW je možné vnímať ako kompenzáciu za riziko financovania. Problémy s financovaním by sa však mali premietnuť do sadzby LIBOR. Tým, že banka inkasuje LIBOR v rámci dlhopisu s variabilným kupónom, je riziko financovania nízke. Záujem o tento typ štruktúry zo strany bánk by zvýšil dopyt po variabilnej sadzbe vo swape, čo by mohlo pomôcť normalizácii vzťahu medzi vládnym a swapovým trhom.

Nateraz sa však nedá očakávať významnejšia zmena, najmä pokiaľ ide o dlhšiu časť krivky. Väčšina hedžových fondov vystúpila z týchto štruktúr po náraste financovania nad sadzbu LIBOR a po poklese swapových spreadov (náraste ASW), t. j. boli zahnané negatívne z dvoch strán. Na jednej strane im prerábal funding spread, na druhej strane nárast ASW znamenal stratu z trhového precenenia pozície. Aj keď v krátkej časti krivky swapové spready postupne ku koncu prvého polroka korigovali nedávne poklesy, skutočnosť, že zúženie swapových spreadov v dlhších splatnostiach bolo spôsobené faktormi silnejšieho štruktúrného charakteru (v porovnaní s krátkym koncom krivky) naznačuje, že normalizáciu vzťahu medzi výnosmi vládných dlhopisov a swapovými sadzbami na pravej strane krivky nemožno očakávať v blízkej budúcnosti.

Pokiaľ ide o dynamiku ponuky nového dlhu, v prvých mesiacoch tohto roka emisná aktivita mierne poklesla (zníženie tlaku na swapové spready). V prípade finančných inštitúcií by však najmä v dôsledku TLAC požiadaviek na banky mala zostať blízko úrovni z posledného obdobia, a prispievať tak k nerovnováhe ponuky a dopytu po fixnej sadzbe vo swape, najmä v dlhšej časti krivky. Na druhej strane sprísňovanie menovej politiky zo strany Fedu môže uvoľniť časť tlaku na swapové spready, v závislosti od tempa sprísňovania. Podľa názoru trhu z konca prvého polroka bola pravdepodobnosť zvyšovania úrokových sadzieb v tomto roku veľmi nízka.

Jedným z faktorov, ktorý môže viesť k nárastu spreadov v nasledujúcich obdobiach, je reforma fondov peňažného trhu (Money market funds – MMF), ktorá by mala byť účinná od polovice októbra. Výsledkom by mal byť odklon inštitucionálnych vlastníkov fondov Prime MMF od investícií do krátkodobého bankového dlhu (historicky patrili Prime MMF medzi významných investorov do krátkého bankového dlhu). To môže viesť k nárastu sadzieb LIBOR (oproti repo sadzbám) a k rozšíreniu swapových spreadov hlavne na krátkom konci krivky (t. j. tlak na rast swapových spreadov cez vyšší funding spread). Prípadný výpredaj US Treasuries centrálnymi bankami, podobný tomu z posledných mesiacov minulého roka, by naopak zvýšil repo sadzby oproti LIBOR-u, čo by tlačilo na pokles swapových spreadov.

ZÁVER

Vznik finančnej krízy v roku 2008 znamenal začiatok novej éry pre USD swapové spready. Reforma finančného systému zmenila podmienky pre jednotlivých účastníkov tohto trhu (najvýznamnejšie pre banky). Výsledkom bolo zmenšenie rozdielov medzi swapmi a výnosmi amerických vládných dlhopisov pozdĺž celej výnosovej krivky, navyše na dlhom konci sa dolárové swapové spready prvýkrát dostali do záporných hodnôt. Mnoho štruktúrnych zmien sa v plnej miere začalo prejavovať až v minulom roku, keď swapové spready poklesli pod nulu (s výnimkou do dvoch rokov) pre všetky splatnosti. Vyššie požiadavky pre banky na kapitál, dražší leverage (znížená kapacita bánk držať dlhopisy na súvahe, redukcia repo kníh), zvýšená emisná dlhu bankami v rámci TLAC požiadaviek, umocnené rekordnou emisnou aktivitou amerických nefinančných spoločností v kombinácii s poklesom kreditného rizika protistrany pri swapoch (kolateralizácia, clearing house) vytvárali tlak na dolárové swapové spready. Napriek tomu, že záporné swapové spready naznačujú anomáliu na dolárovom trhu, aktuálne úrovne neprotiahli dostatok investorov, ktorí by vrátili vzťah medzi swapovým trhom a trhom vládných dlhopisov do normálu, a aj keď v krátkej časti krivky postupne ku koncu prvého polroka swapové spready korigovali nedávne poklesy, súčasné trhové a regulátorne podmienky nenaznačujú, že pre dlhšie splatnosti by k normalizácii vzťahu medzi týmito trhmi malo dôjsť v najbližšej budúcnosti.

Zdroje:

- [1] ICMA Executive Education – International Fixed Income and Derivatives (IFID) Certificate Programme, 2012 Edition
- [2] <https://www2.isda.org/functional-areas/research/surveys/margin-surveys>
- [3] <http://www.bis.org/statistics/d3.pdf>
- [4] <http://www.bis.org/statistics/d7.pdf>
- [5] Jefferies International – USD swap desk, 5.11.2015, Chris Koppenheffer: USD swaps – The new abnormal...
- [6] HSBC Global Research, 20.11.2015, Lawrence Dyer, Subhrajit Banerjee: US swap spreads – A new era or a blip?
- [7] RBS European Rates Research, 6.11.2015, Clement Mary-Dauphin, Giles Gale: Peanut butter vs Paté. A tale of two spreads.
- [8] <http://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2014/measuring-agency-mbs-market-liquidity-with-transaction-data-20140131.html>
- [9] NATIXIS Market Round up, 5.3.2016, Su Lee Young, G.Futhazar, JF Robin: Negative US swap spreads or how the temporary could become permanent.
- [10] <http://nyapps.newyorkfed.org/markets/gsds/search.html#>
- [11] <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>
- [12] <http://www.bis.org/publ/cgfs55.pdf>
- [13] HSBC Global Research, 11.03.2016, Subhrajit Banerjee, Shrey Singhal: Fed, regulation & spreads – What took the US swap spreads to negative?



Fiscal multipliers in Slovak economy

DSGE simulation

Juraj Zeman

Národná banka Slovenska

1 QUEST is a DSGE model developed by the European Commission and calibrated with Slovak data.

2 DSGE Model - Slovakia

INTRODUCTION

In the aftermath of the euro area crisis caused mainly by sovereign debt problems in some periphery countries a Fiscal Compact has been introduced. This treaty stipulates an implementation of rigorous fiscal rules in all euro area countries, namely balanced structural budget and a debt brake at 60% of GDP. As most countries do not meet these requirements, they will have to adopt fiscal and other macroeconomic policies that would, in medium term, guarantee fulfilling those criteria. Slovakia belongs to a group of countries that have to consolidate its public finances. The consolidation is naturally painful as it is accompanied by a GDP growth slowdown. It is therefore important for the policy makers to know both short-run as well as long-run effects of various consolidation instruments on economic activity.

Fiscal policy has traditionally been evaluated within a framework of large-scale macroeconomic models. However, these models have been subject to the Lucas critique. Therefore, new kinds of models, such as VAR and DSGE in particular, have become very popular in the literature recently. DSGE models can assess and evaluate various policy instruments in both the short and the long run, can compare effects of temporary and permanent changes and can analyze interactions of fiscal and monetary policies.

There is a large number of papers estimating fiscal multipliers in DSGE models. To mention just few, Furceri and Mourougane (2010), in their OECD study examine the effects of fiscal policy on output and debt sustainability by developing a DSGE fiscal model calibrated using euro area data and OECD tax and benefits database. The study also tests robustness of its results to a wide range of structural parameters. Stähler and Thomas (2011), simulate fiscal consolidation in Spain within the euro area in a two-country DSGE model with a comprehensive fiscal and labor blocks. They find that public investment cuts are the least desirable way of performing consolidation and that a shift of direct to indirect tax financing of government expenditures can improve Spain's competitiveness. Baksa et al. (2010), calculate fiscal multipliers in Hungary with a small open DSGE model estimated on Hungarian data. They find large differences between the multipliers of different types of fiscal expansions and also that multipliers can be largely modified depending on the future

ways of financing the expansion i.e. depending on different fiscal rules. Ambrisko et al. (2012), study the effects of fiscal policy on the Czech economy with a small open DSGE model whose crucial fiscal parameters are Bayesian estimated. Using estimated multipliers they quantify the effects of the Czech Republic's 2012 consolidation fiscal package on the economy.

Čolláková et al. (2014), estimate fiscal multipliers for Slovakia with a structural VAR model as well as with QUEST model.¹ They find that consolidation performed through tax increases is less painful in the short run while it is more damaging for the economy in the long. The consolidation carried out with expenditure instruments has high negative effects on economic activity in the short run and stays negative in the case of public investment but turns to positive in the case of government consumption.

The main objectives of this article are estimating fiscal multipliers for various fiscal instruments, comparing their values in two regimes – autonomous monetary policy and monetary union and quantifying the cost of a 2013-17 consolidation package undertaken by the Slovak government. For this purpose I augment a small open DSGE model developed by Zeman and Senaj (2009), by more sophisticated fiscal sector that comprises of government expenditure components – consumption, investment and social transfers to liquidity constrained households, as well as government revenue components – personal income tax, employer social contributions, VAT tax and lump-sum tax.

THE MODEL AND CALIBRATION

The model used in our study is an augmented version of the small open DSGE model described in detail in Zeman and Senaj (2009).²

Fiscal sector in this model is very simple. Exogenous government expenditure is balanced with lump-sum taxes each period and hence government deficit and debt are zero in equilibrium. There are no other taxes and transfers.

In order to estimate multipliers of various fiscal instruments the simple structure of the fiscal sector need to be extended. Government collects revenue – gr_t in the form of income tax – tax_w_t , employer social contributions – tax_n_t , VAT tax – tax_c_t and lump-sum tax – tl_t , to finance its expenditures – ge_t . A fraction of the expenditures is consumed by the government – gc_t and the rest is returned to the economy in the form



of public investment $-ig_t$ and transfers³ to the non-optimizing (non-Ricardian) households tr_t .

$$gr_t = (tax_w_t + tax_n_t)w_t h_t + tax_c_t c_t + tls_t$$

$$ge_t = gc_t + ig_t + \lambda tr_t$$

where λ is a fraction of non-Ricardian households. I assume tax rates $-tax_w$, tax_n and tax_c being constant and all expenditure instruments being exogenous AR(1) processes.

Hence primary deficit $-pd_t$ is given by

$$pd_t = ge_t - gr_t$$

Taking into account interest payments with the gross interest rate R on the existing stock of debt b_t , debt evolves as following

$$b_t = \frac{R_t b_{t-1}}{a_t \Pi_t} + pd_t$$

The term $a_t \Pi_t$ adjusts for inflation and technological progress as all model variables are expressed in real terms.

Public investment increases the stock of government capital which is Cobb-Douglas aggregated with the stock of private capital to form the total capital in the economy.

Two fiscal rules that stabilize debt in the long run are considered in this study.

In the first case, stabilization is achieved by lump-sum tax that is paid by households. This taxation is non-distortionary as it does not affect saving and labor supply decisions. Hence it should have only marginal impact of the magnitude of fiscal multipliers.

$$tls_t = \overline{tls} + \tau^b \left(\frac{b_t}{y_t} - b^T \right)$$

where b^T is a long run target of debt relative to GDP.

To test robustness of fiscal multipliers with respect to fiscal rule, I also use an income tax as a stabilizing instrument. I assume that income tax rate is endogenous

$$tax_w_t = \overline{tax_w} + \tau^b \left(\frac{b_t}{y_t} - b^T \right) + e_{tax_w_t}$$

As this variable distorts the economy more, it would likely have more harmful impact on output and fiscal multipliers will be probably larger.

Calibration of parameters of the original model is explained in Zeman and Senaj (2009) and calibration of parameters of the augmented fiscal sector in Zeman (2016).⁴

MAIN RESULTS

In this section I present the main findings about multipliers but first I provide a definition of a fiscal multiplier and describe the simulation design.

Simulation design

There are various definitions of a fiscal multiplier in the literature. I follow Spilimbergo et al. (2009), and define fiscal multiplier as a net present value, i.e., the discounted sum of output changes until each horizon divided by the sum of discounted budget deficit changes until the same horizon, with steady state real interest rate being discount factor. As this study concerns fiscal consolidation, i.e. the reduction of budget deficit and debt, I consider negative shocks on instruments spending side and positive shocks on tax instruments on revenue side.⁵ A negative government spending shock reduces corresponding variable by 1% of its steady state value and a positive tax shock increases corresponding tax rate by 1 percentage point. Shocks are assumed to be permanent and for simplicity, the model is at steady state before shocks' impact.

In the first set of simulations, each instrument at a time is disturbed while all others are kept at their steady state values except lump-sum tax that responds in a way to guarantee a return of debt to its long-run target. Checking for robustness I run the second set of simulations where I repeat the same exercise but now with income tax instrument playing the stabilizing role.

As the original model was calibrated with data taken before the adoption of euro in Slovakia, monetary policy is assumed to be autonomous. Hence monetary policy may (and very likely does) interact with fiscal policy. It may mitigate the impact of fiscal tightening by monetary loosening. To assess a magnitude of this interaction, in the next set of simulations I try to eliminate active Taylor rule and mimic a situation of Slovakia being in the monetary union. To achieve this I run simulations with such a path of exogenous monetary shocks that keep interest rate constant (exogenous).

Fiscal multipliers

Figures and tables below show multipliers of fiscal instruments in the process of budget and debt consolidation when each instrument at a time is permanently reduced on an expenditure side and increased on a revenue side, respectively. While in the case of stimulating an economy larger multiplier is more desirable as one unit of stimulus provides higher boost to GDP, in the case of consolidation it is just opposite; the smaller the multiplier is the lower negative effect of one unit of budget reduction it has on GDP.

Figure 1 depicts time profile of multipliers when long-run debt sustainability is achieved by non-distorting lump-sum taxation.

As a general observation, instruments on the expenditure side has larger negative effect at first stages of consolidation and this negative impact is diminishing with time, while consolidation through revenue instruments is not so harmful to GDP at the beginning but becomes more damaging in later stages. Table 1 shows

- 3 Government transfers include social and healthcare contributions.
- 4 Fiscal Multipliers in Slovak Economy DSGE Simulation
- 5 If underlying model is linear or linearized, impacts of mutually opposite shocks are symmetrical.



Figure 1 Time profile of multipliers – stabilization by lump-sum taxation

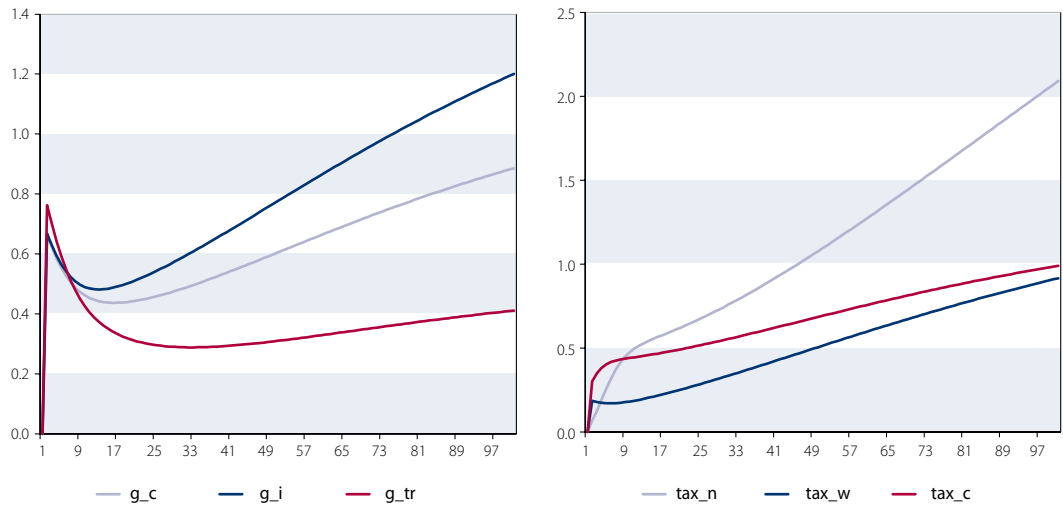


Table 1 Multipliers-stabilization by lump-sum taxation

	4q	8q	12q	16q	100q
Government consumption – g_c	0.55	0.47	0.44	0.44	0.89
Government investment – g_i	0.57	0.50	0.48	0.49	1.20
Government transfers – g_tr	0.59	0.45	0.37	0.33	0.41
Employer contributions – tax_n	0.26	0.45	0.53	0.58	2.09
Wage tax – tax_w	0.17	0.18	0.20	0.22	0.92
VAT tax – tax_c	0.40	0.44	0.45	0.47	0.99

that raising social contributions paid by employers has the worst effect on GDP in the long-run, followed by a reduction of public investment; both multipliers are larger than 1. Consolidation by reduction of government transfers is the best strategy in the long-run however it harms economic activity the most in the short-run.

To check robustness of fiscal multipliers with respect to fiscal rule, I substitute non distortionary lump-sum tax with income tax. Income tax rate now changes endogenously in a way to guarantee sustainable long-run debt. Figure 2 indicates that results are qualitatively similar in the short run but very different in the long run.

Figure 2 Time profile of multipliers – stabilization by income tax

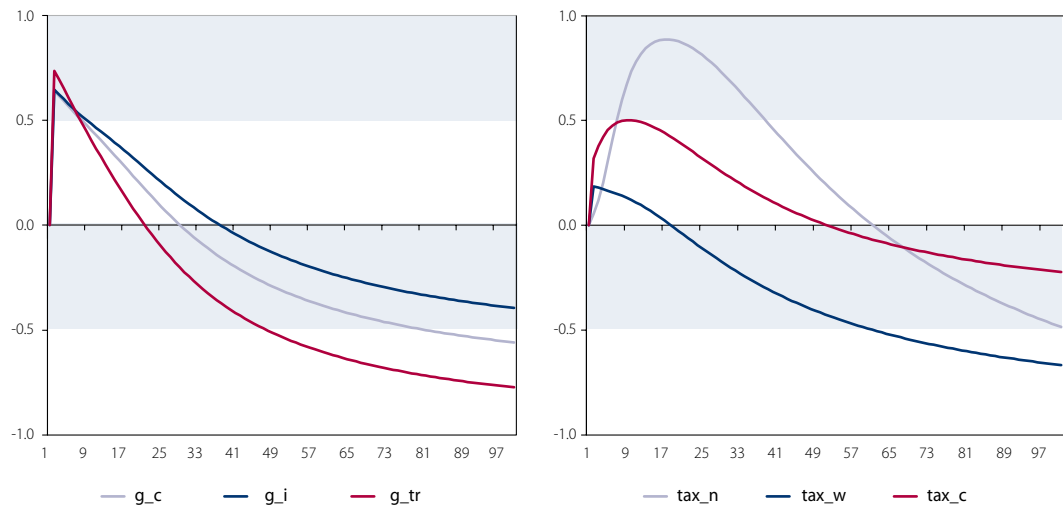




Table 2 Multipliers-stabilization by income tax

	4q	8q	12q	16q	qtrs	100q
Government consumption – g_c	0.57	0.47	0.38	0.28	(29)	-0.56
Government investment – g_i	0.58	0.50	0.43	0.36	(37)	-0.39
Government transfers – g_tr	0.61	0.44	0.29	0.15	(21)	-0.77
Employer contributions – tax_n	0.30	0.67	0.84	0.89	(61)	-0.48
Wage tax – tax_w	0.17	0.13	0.08	0.02	(18)	-0.67
VAT tax – tax_c	0.45	0.50	0.49	0.44	(51)	-0.22

Note: The second last column of Table 2 denotes the number of quarters after which consolidation becomes expansionary for a particular fiscal instrument.

Because the lump-sum taxation is not distortionary, the impact of fiscal instruments in the long run is qualitatively similar to the impact in the short run only its magnitude is bigger (as seen in Table 1). Long run effects of fiscal instruments under the income tax stabilization regime can be seen as a combination of the permanent change in the corresponding fiscal instrument and the permanent reduction in the income tax rate implied by fiscal rule. The last column of Table 2 indicates that the latter effect dominates in all instruments in the long run. Hence consolidation under the income tax fiscal rule turns to become beneficial for the economy in the long run.

A reduction of government transfers appears to be the best instrument of consolidation in the long run but with the worst short-run impact.

Now I want to check a role monetary policy plays in these calculations. In the current model setting, monetary policy is active as the interest rate reacts to inflation and output gap. As fiscal consolidation conducted in previous simulations reduces economic activity and usually inflation too, the Taylor rule dictates to lower the interest rate. So there is a conjecture that restric-

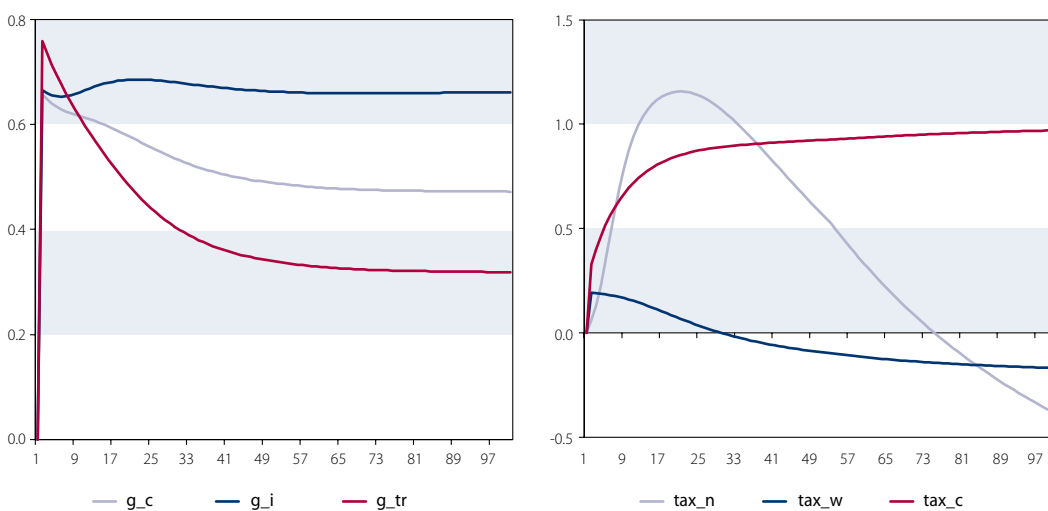
tive fiscal policy is counterbalanced by expansionary monetary policy and consequently fiscal multipliers are smaller than they would have been, had monetary policy been passive, which is the case of Slovakia. As a member of the euro area since 2009 it adopts the interest rate that does not necessarily reflect its domestic economic situation. Figure 3 depicts development of fiscal multipliers calculated under the condition of passive monetary policy with income tax stabilization.

In Table 3 can be observed that all multipliers are larger (i.e. worse) at the impact, compared to the case of active monetary policy, and as the time horizon increases, the difference widens further.

Only consolidation through employer contributions and income tax rates turn to be beneficial in the long run, though with smaller effect. Hence conducting fiscal consolidation in the euro area is more painful than it would have been under the autonomous monetary policy.

An illustration of a practical use of estimated fiscal multipliers is shown in the following paragraph.

Figure 3 Time profile of multipliers – passive monetary policy with income tax stabilization





- 6 Details of this package are described in a document: Program stability Slovenskej republiky na roky 2014 až 2017 http://www.finance.gov.sk/Components/CategoryDocuments/s/_LoadDocument.aspx?category-Id=120&documentId=11715
- 7 Although fiscal multipliers are valid for changes in real variables and fiscal package is expressed in nominal terms I do not deflate nominal variables because of very low inflation environment persisting during the given period (price deflator of domestic demand has been constant over 2013-15 period).

Table 3 Multipliers – passive monetary policy

	4q	8q	12q	16q	100q
Government consumption – g_c	0.63	0.62	0.61	0.59	0.47
Government investment – g_i	0.65	0.66	0.67	0.68	0.66
Government transfers – g_tr	0.69	0.63	0.57	0.52	0.32
Employer contributions – tax_n	0.34	0.79	1.04	1.13	-0.39
Wage tax – tax_w	0.18	0.17	0.14	0.10	-0.17
VAT tax – tax_c	0.52	0.67	0.76	0.82	0.97

Table 4 Consolidation 2013-17 (1. scenario)

	2013	2014	2015	2016	2017	Total
EUR mil.	506.00	748.00	407.00	188.00	444.00	2,293.00
% GDP	0.70	1.00	0.52	0.23	0.52	2.97

References

1. Ambriško, R., Babecký, J., Ryšánek, J., Valenta, V. (2012): Assessing the Impact of Fiscal Measures on the Czech Economy, CNB WP No. 15/2012.
2. Baksa, D., Benk, S. and Jakab, M. Z. (2010): Does "The" Fiscal Multiplier Exist? Fiscal and Monetary Reactions, Credibility and Fiscal Multipliers in Hungary. Working paper, No.3/2010, Office of the Fiscal Council, Republic of Hungary.
3. Colláková, V., Machlica, G., Melioris, L., Pécsyová, M., Šrámková, L. (2014): Ako veľmi bolí konsolidácia. Analýza vplyvu fiškálnej politiky na rast HDP na Slovensku. Ekonomická analýza 29, 2014, IFP MF SR.
4. Furceri, D., Mourougane, A. (2010): The Effects of Fiscal Policy on Output. A DSGE Analysis. OECD Economics Department Working Papers No. 770.
5. Gali, J., Lopez, Salido, J. D. and Valles, J. (2007): Understanding the Effects of Government Spending on Consumption. Journal of the European Economic Association, 5(1), 227-270.
6. Spilimbergo, A., Symansky, S. and Schindler, M. (2009): Fiscal multipliers, IMF Staff Position Note 09/11.
7. Stähler, N., Thomas, C. (2011): FiMod – a DSGE model for fiscal policy simulations. Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 06/2011, Duetsche Bundesbank.
8. Zeman, J. and Senaj, M. (2009): DSGE Slovakia. Working paper, No.3/2009, National Bank of Slovakia.
9. Zeman, J. (2016): Fiscal multipliers in Slovak economy: DSGE simulation, Working paper, No.2/2016, National Bank of Slovakia.

COST OF FISCAL CONSOLIDATION 2013-17

Slovak government has pledged to consolidate its public finance in order to stabilize public debt in accordance with the EU regulations contained in the Stability and Growth Pact and the Fiscal Compact. In April 2014 it has announced a new fiscal consolidation package for years 2014-17.⁶ Summary of measures from this package and also from 2013 consolidation package is listed in Table 4. The overall magnitude of these measures amounts to 3% of cumulative 2013-17 nominal GDP.

To quantify macroeconomic effect of this consolidation I use the estimated multipliers from Table 4, calculate cumulative impact of each fiscal instrument and finally add them together⁷. Results are listed in Table 5.

Table 5 Cumulative effect of 2013-17 consolidation

	2013	2014	2015	2016	2017
% GDP	-0.17	-1.07	-1.77	-2.09	-2.49

According to the calculations, the planned consolidation package for years 2013-2017 will depress economic activity by 2.5% of cumulative GDP compared to the baseline model with unchanged fiscal policy.

CONCLUSION

In this article I augmented a small DSGE model of the Slovak economy with more sophisticat-

ed fiscal sector in order to assess the impact of various fiscal instruments on the economic performance during a fiscal consolidation. The set of instruments comprises of consumption and income taxes and employer social contribution on the revenue side as well as government consumption, public investment and social contributions on the expenditure side. In general, consolidation through expenditure instruments is more damaging initially but this negative effect dissipates with time; the least desirable way of consolidating on the expenditure side in the long run is cutting public investment. Proceeding on the revenue side is different; immediate effect of increasing taxes is mild but is getting more harmful with time, notably in the case of increasing employer social contributions. The picture looks similar whether lump-sum or income tax is used as a stabilizing instrument in the short run. In the long run though, the situation is qualitatively different. Consolidation under the lump-sum tax fiscal rule negatively affects the economy also in the long run while under the income tax rule consolidation slows the economy initially but turns out to be beneficial in the long run. I also show that consolidation is less painful in an environment of autonomous monetary policy where negative impact of restrictive fiscal policy can be counterbalanced by active monetary policy.

Finally I estimate the negative impact of the 2013-17 consolidation package that the Slovak government pledged to stick with; the cumulative cost will be around 2.5% of aggregate GDP.



Predstavujeme 50-eurovú bankovku série Európa

Gabriel Schlosser
Národná banka Slovenska

V utorok 5. júla 2016 v sídle Európskej centrálnej banky vo Frankfurte nad Mohanom odhalili novú bankovku 50 € série Európa. Nová bankovka 50 € bude uvedená do obehu v celej eurozóne 4. apríla 2017. Ide v poradí o štvrtú bankovku série Európa a podobne ako aj bankovky 5 €, 10 € a 20 € tejto série obsahuje niekoľko nových ochranných prvkov, ktorých účelom je sťažiť falšovanie eurových bankoviek a zachovať dôveru obyvateľov Európy v eurové bankovky.



Lícna a rubová strana novej bankovky 50 € série Európa

Eurové bankovky používa viac ako 338 miliónov obyvateľov štátov eurozóny. Eurosystem – ECB a národné centrálné banky štátov eurozóny – bude postupne aktualizovať všetky eurové bankovky. Prvá bankovka z novej série Európa, bankovka 5 €, je v obehu už od 2. mája 2013. Bankovka 10 € je v obehu od 23. septembra 2014 a bankovka 20 € je v obehu od 25. novembra 2015. Postupne sa budú pripravovať aj nové bankovky 100 € a 200 €.

Nové bankovky predstavujú prirodzený vývojový krok. Budú sa aj naďalej niesť v štýle epoch a slohov prvej série a budú mať rovnaké dominantné farby, ale vzhľadom na zdokonalenie ochranných prvkov došlo k miernym úpravám. Vďaka tomu sú ľahko rozpoznateľné od bankoviek prvej série. Úpravou vzhľadu eurových bankoviek bol poverený Reinhold Gerstetter, nezávislý grafický dizajnér z Berlína.

Bankovka 50 € je najpoužívanejšou eurovou bankovkou. V obehu je viac ako 8 miliárd bankoviek nominálnej hodnoty 50 € a jej podiel na celkovom objeme bankoviek v obehu je približne 45 %, čo je viac než súčet všetkých bankoviek 5 €, 10 € a 20 € v obehu spolu. Bežne ju vydávajú bankomaty, prijíma ju väčšina predajných automatov a zariadení na výdaj lístkov a maloobchodníci jej pravosť často overujú pomocou menších zariadení.

Základný dizajn (architektonický sloh renesancia) a hlavná (prevládajúca) farba novej bankovky 50 € zostali v podstate nezmenené. Nezmenil sa ani rozmer novej 50 € bankovky: 140 x 77 mm.

Hoci sa nová bankovka podobá na prvú verziu vydanú v roku 2002, je vynovená a vybavená niekoľkými novými a zdokonalenými ochrannými prvkami. Aj táto bankovka má vo vodoznaku a holograme portrét Európy, postavy z gréckej mytológie,



Zmenšený dizajn lícnej strany novej bankovky 50 € a jej predchodkyne – na porovnanie



po ktorej bol pomenovaný náš kontinent. Opäť je použité ako ochranný prvok aj okienko s portrétom v holograme. Pri pohľade na bankovku proti svetlu sa okienko spriehladní a zobrazí sa portrét mýtickej Európy, ktorý vidno na oboch stranách bankovky. Popri portréte Európy v holograme a vodoznaku bankovky obsahujú aj smaragdové číslo, ktoré pri naklonení mení farbu zo smaragdovozelenej na tmavomodrú. Na rozdiel od bankoviek 5 € a 10 € série Európa však nová bankovka 50 € neobsahuje nános ochrannej vrstvy.

Rovnako ako eurové bankovky prvej série, aj nová 50 € bankovka sa bude dať veľmi ľahko overiť hmatom, pohľadom a naklonením. Na overenie pravosti základných ochranných prvkov nie sú potrebné žiadne technické pomôcky.

OVERENIE HMATOM

Bankovkový papier vyrobený z bavlny je pevný a pružný.

Hĺbkotlač

Pri pravom a ľavom okraji lícnej strany bankovky možno nahmatať vystupujúce krátke šikmé linky. Okrem toho sa v ľavej časti nachádza hĺbkotlačou vytlačený text „BCE ECB EЦБ EZB EKP EKT EKB BCE EBC 2015“ (skratky Európskej centrálnej banky). Hĺbkotlačou je vytlačený aj hlavný obrazec, veľké hodnotové číslo.



Hĺbkotlač (na lícnej strane bankovky)

OVERENIE POHLADOM

Najprv si pozrieme bankovku v priehľade proti svetlu. Prvou významnou zmenou je portrét vo vodoznaku.

Na celom svete sú portréty tradičným motívom bankoviek. Výskum ukazuje, že ľudia tváre rozpoznávajú intuitívne. V prípade nových eurových bankoviek bol portrét Európy zvolený pre jeho spojitosť s európskym kontinentom, pričom bankovky zároveň vďaka nemu získavajú „ľudský rozmer“. Tento konkrétny obraz Európy bol prevzatý z vázy starej viac ako 2 000 rokov, ktorá bola nájdená v južnom Taliansku a v súčasnosti je vystavená v parížskom múzeu Louvre.

Vodoznak

Vodoznak je súčasťou bankovkového papiera. Tvorí ho papier na vybraných miestach tenší alebo hrubší a hra svetla a tieňa vytvára v priehľade proti svetlu plastický obraz portrétu. Tenšie časti sú svetlejšie, hrubšie sú tmavšie. Druhý vodoznak je vytvorený výrazným stenčením papiera v tvare nominálnej hodnoty bankovky.



Detail oboch vodoznakov – portrét Európy a vpravo hore hodnotové číslo bankovky

Ochranný prúžok

V priehľade proti svetlu ochranný prúžok vyzerá ako tmavá čiara. V prúžku je bielym mikropísmom uvedený znak € a hodnota bankovky 50 tak, aby sa dali prečítať z lícnej aj rubovej strany.



Ochranný prúžok

Okienko s portrétom

Na nových bankovkách 50 € je Európa zobrazená vďaka novej technológii vo vnútri samostatného „okienka s portrétom“ v holograme. Pri pohľade na bankovku proti svetlu sa okienko spriehladní a objaví sa v ňom portrét Európy, viditeľný na oboch stranách bankovky.



Portrét Európy (lícna strana)



OVERENIE NAKLONENÍM

Holografický prúžok

V pravej časti lícnej strany bankovky je umiestnený holografický prúžok zložený zo štyroch častí. Pri naklonení (zmene uhla dopadu a odrazu svetla) sa v každej z týchto častí dynamicky mení iný obrazec: v prvej časti sa zobrazuje hodnotové číslo 50. V druhej časti je samostatné okienko s portrétom v holograme, ktoré sa mení na hodnotové číslo 50, na rubovej strane bankovky sa objavia drobné čísla nominálnej hodnoty bankovky. V tretej časti možno vidieť zmenšený portál a symbol € sa mení na hodnotové číslo 50 a vo štvrtnej časti sa zobrazuje symbol €. Spoločnou charakteristickou vlastnosťou celého hologramu je dúhová zmena farby častí hologramu pri nakláňaní.



Holografický prúžok na bankovke 50 €

Smaragdové hodnotové číslo

Charakteristickým ochranným prvkom novej série eurových bankoviek je smaragdové číslo. Trblietavé hodnotové číslo v ľavom dolnom rohu lícnej strany bankovky vytvára svetelný efekt, ktorý sa pohybuje nahor a nadol. Číslo zároveň mení farbu zo smaragdovozelenej na tmavomodrú.



Smaragdové číslo

Ďalšie ochranné prvky na novej 50 € bankovke je možné overiť iba s pomocou vhodných technických pomôcok – lupy, zdroja ultrafialového či in-

fračerveného svetla. Tieto ochranné prvky slúžia na overovanie pravosti bankoviek pokladníkmi.



Ukážka mikropísma



Pohľad na bankovku pod zdrojom ultrafialového svetla

Zvláštnosťou novej série eurových bankoviek je sériové číslo bankovky, ktoré je umiestnené na rubovej strane bankovky. Vodorovné sériové číslo bankovky je vytlačené čiernou farbou – ide o kombináciu dvoch písmen a 10 číslic. Zvislé číslo je vytlačené hlavnou farbou bankovky danej nominálnej hodnoty a pozostáva z posledných šiestich číslic sériového čísla.

V porovnaní s prvou sériou eurových bankoviek došlo k zmene aj v počte skratiek Európskej centrálnej banky. Bankovky série Európa obsahujú deväť trojpísmenových skratiek ECB. Poradie umiestnenia skratiek určil protokol EÚ o poradí názvov štátov:

- BCE: Belgicko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Luxemburg, Portugalsko, Rumunsko
- ECB: Česko, Dánsko, Írsko, Lotyšsko, Litva, Holandsko, Slovinsko, Slovensko, Spojené kráľovstvo, Švédsko,
- ELĽB: Bulharsko
- EZB: Nemecko, (Luxemburg), Rakúsko
- EKP: Estónsko, Fínsko
- EKT: Grécko, Cyprus
- EKB: Maďarsko
- BCE: Malta
- EBC: Poľsko



Na nových bankovkách série Európa si môžeme všimnúť aj zväčšené hodnotové číslo bankovky na líčnej a rubovej strane. Tento prvok by mal čiastočne pomôcť zrakovo hendikepovaným občanom pri identifikácii bankoviek.

Bankovky oboch sérií budú spočiatku v obehu súbežne. Bankovky prvej série (2002) sa však sa budú z obehu postupne sťahovať – prirodzeným spôsobom v bankách – a nakoniec prestanú byť zákonným platidlom. Presný dátum ukončenia ich platnosti bude oznámený v dostatočnom predstihu. Bankovky prvej série si však stále zachovávajú svoju hodnotu a v národných centrálnych bankách štátov eurozóny ich bude možné vymieňať bez časového obmedzenia.

Viac informácií je k dispozícii napr. na stránke www.ecb.europa.eu. Súčasťou tejto stránky je náučný modul „Euro Cash Academy“, ktorý zábavným spôsobom približuje nové, ako i ostatné eurové bankovky. Informácie sa dajú získať aj zo stránky www.nbs.sk alebo www.nove-eurobankovky.eu. Ďalším zdrojom informácií budú letáky o novej bankovke 50 €, ktoré sa budú na distribuovať do bánk, obchodov a ďalších podnikov v celi eurozóny postupne v roku 2016.

Národná banka Slovenska sa spolu s ECB a ostatnými národnými centrálnymi bankami štátov eurozóny zúčastňuje na partnerskom

programe, ktorý má príslušným stranám pomôcť pri efektívnejšom šírení informácií o nových bankovkách a pri včasnom prispôbení strojov a zariadení na spracovanie bankoviek. Okrem seminárov organizovaných ECB ide o ponuku NBS dodávateľom zariadení na spracovávanie bankoviek a na overovanie pravosti bankoviek a ostatným tretím stranám (pobočkám zahraničných bánk, spracovateľom peňazí) otestovať svoje zariadenia s novými bankovkami. Ide o tri možnosti:

- vykonať testovanie zariadení na spracovanie a overovanie bankoviek s novými bankovkami v priestoroch NBS,
- zapožičať si nové bankovky formou výpožičky so zábezpekou,
- preskúšať nastavenie softvéru na bankovky 50 € série Európa vo svojich zariadeniach podľa spoločných testovacích postupov Eurosystemu v priestoroch NBS.

Národná banka Slovenska predpokladá, že táto technická príprava, ako aj informačná kampaň umožní širokej aj odbornej verejnosti oboznámiť sa včas s novou bankovkou 50 € série Európa, s jej ochrannými prvkami, a pripraviť sa na začiatok jej emisie – 4. apríl 2017 – tak, aby sa v čo najväčšej miere odstránili možné problémy pri overovaní pravosti nových bankoviek.

Zdroj: www.euro.ecb.europa.eu,
www.nbs.sk
www.nove-eurobankovky.eu

INFORMÁCIE

Banková rada NBS rozhodla o zvýšení miery proticyklického kapitálového vankúša

Banková rada NBS na svojom zasadnutí 26. júla 2016 rozhodla o zvýšení miery proticyklického kapitálového vankúša na úroveň 0,5 % s účinnosťou od 1. 8. 2017. Národná banka Slovenska už od konca roka 2015 aktívne komunikovala odbornej verejnosti možnosť zvýšenia miery proticyklického kapitálového vankúša na nenulovú úroveň.

Vývoj sledovaných kľúčových indikátorov potvrdzuje rastovú fázu finančného cyklu, charakteristickú nielen rastúcim trhom úverov a nízkou mierou nesplácaných úverov, ale aj nižšou citlivosťou bánk a ich klientov na kreditné riziko. Preto sa zvyšuje pravdepodobnosť poskytovania úverov rizikovejším klientom alebo neprimerane vysokých úverov pri voľnejších úverových štandardoch. Postupne sa tak kumulujú predpoklady na vznik rizík súvisiacich s cyklickým vývojom, na ktoré je vhodné vytvárať rezervy práve v priaznivých časoch finančného cyklu. Zvýšením miery proticyklického kapitálového vankúša sa zvýši odolnosť bankového sektora v dobrých časoch, aby tým vznikol priestor na absorbovanie strát z kreditného rizika v prípade zhoršenia situácie.

Dôvodom na zvýšenie proticyklického kapitálového vankúša je jednak vývoj na úverovom trhu, kde úvery domácnostiam už ôsmy štvrťrok po sebe dosahujú dvojciferný medziročný rast, ako aj objem poskytnutých úverov podnikom, kde je tempo medziročného rastu úverov nad historickým priemerom. Výhľad na najbližšie obdobie v podobe predpokladaných pretrvávajúcich priaznivých trendov na pracovnom trhu, očakávanom ekonomickom raste s dopadom na podnikové tržby a očakávanom zotrvaní úrokových sadzieb na nízkych úrovniach naznačuje v ďalšom období pokračovanie rastu zadlženosti.

Vzhľadom na v súčasnosti dostatočnú výšku vlastného kapitálu v slovenských bankách, navýšenie kapitálovej požiadavky v podobe zvýšenia proticyklického kapitálového vankúša nebude mať výrazný dopad na slovenský bankový sektor ani na trh úverov.

Vývoj na úverovom trhu bude NBS aj naďalej monitorovať, aktuálne však vývojové tendencie nenačujú potrebu ďalšieho zvýšenia miery proticyklického kapitálového vankúša v najbližšom období.



Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o.



INŠTITÚT BANKOVÉHO
VZDELÁVANIA NBS, n.o.

september	
Zákon o platobných službách a európska legislatíva, nariadenie EP a Rady č. 260/2012 a ich dopady na platobné služby	20. 9. 2016
Základy bankovníctva a poisťovníctva pre zamestnancov s neekonomickým vzdelaním I	22. 9. 2016
Efektívna správa a mimosúdne inkaso pohľadávok vo finančných inštitúciách	23. 9. 2016
Back Office (Treasury Back Office)	27. 9. 2016
Riadenie likvidity	27. 9. 2016
Komunikačný kufrík audítora	27. – 28. 9. 2016
Aktuálne dokumenty Bazilejského výboru a EBA k problematike Basel III (CRD IV/CRR)	28. 9. 2016
Základy bankovníctva a poisťovníctva pre zamestnancov s neekonomickým vzdelaním II	29. 9. 2016
Kreditné riziko – IRB prístup	29. 9. 2016
október	
Platobný styk II	4. 10. 2016
Osobitné finančné vzdelávanie – základný stupeň, stredný stupeň, vyšší stupeň – úvery	4. – 5. 10. 2016
Právny systém Slovenskej republiky	5. 10. 2016
Finančný manažment I	5. - 6. 10. 2016
Interný audit	6. 10. 2016
Základy bankovníctva a poisťovníctva pre zamestnancov s neekonomickým vzdelaním III	6. 10. 2016
Osobitné finančné vzdelávanie – základný stupeň, stredný stupeň, vyšší stupeň – poistenie a zaistenie	6. – 7. 10. 2015
Základné deriváty finančného trhu – oceňovanie a účtovanie	10. – 13. 10. 2016
Cenné papiere domáce a zahraničné (Back Office a spracovanie cenných papierov)	11. 10. 2016
Zvládnete stres so zdatným mozgom	11. 10. 2016
Obozretná regulácia bánk a Basel II	11. – 12. 10. 2016
Komunikačné zručnosti I	12. 10. 2016
Základy bankovníctva a poisťovníctva pre zamestnancov s neekonomickým vzdelaním IV	13. 10. 2016
Riadenie projektov vo finančnej inštitúcii od A po Z	18. 10. 2016
Automatická výmena informácií o finančných účtoch na účely správy daní pre nebankové finančné inštitúcie (FATCA, CRS)	18. 10. 2016
Regulácia FMI	18. 10. 2016
Právo Európskej únie	19. 10. 2016
Legal English	19. – 20. 10. 2016
Finančný manažment II	19. – 20. 10. 2016
Základy bankovníctva a poisťovníctva pre zamestnancov s neekonomickým vzdelaním V	20. 10. 2016
ORSA, rizikové moduly, riadiaci a kontrolný systém	20. 10. 2016
Finančná matematika	24. – 25. 10. 2016
SEPA – SEPA SCT a SEPA DD a príslušná legislatíva	25. 10. 2016
Komunikačné zručnosti II	26. 10. 2016
Školenie ICM TARGET2	26. 10. 2016
Brain Leaders I	26. 10. 2016
Základy bankovníctva a poisťovníctva pre zamestnancov s neekonomickým vzdelaním VI	27. 10. 2016



1 Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) (OJ L 352, 9.12.2014).

THE PRIIPs REGULATION

Vladimír Hladký, Národná banka Slovenska

Today's financial markets offer an ever broader range of specialised financial products, which are often complex and difficult for investors to understand. Ensuring the transparency of such products is essential to improving investor protection in this area. The European Union's PRIIPs Regulation¹, which will start to apply in December 2016, introduces a standardised key information document for the group of financial products defined in the Regulation. This is intended to help retail investors understand the key features, risks, and related costs of the products. At the same time, it should make it easier for investors to compare between products prior to investing. The article looks at supervisory authorities' future powers and duties in relation to this Regulation and to the future duties of the relevant financial market participants. (p. 3)

FINANCIAL MARKET REGULATION ISSUES FOR THE SLOVAK PRESIDENCY OF THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION

Regulation Department, Národná banka Slovenska

On 1 July 2016 Slovakia assumed, for the first time, the presidency of the Council of the European Union – one of the three main EU institutions. The Slovak presidency is presented with huge challenges, as it commences at a time when the European Union faces several threats of an existential nature. For Národná banka Slovenska (NBS), the key issues are naturally those on which it and the Slovak Finance Ministry have already been cooperating for a long time. During the Slovak presidency, NBS will be involved in discussions on the establishment of a Capital Markets Union, on completion of the Banking Union (focusing on its second and third pillars), and on the simplification of Stability and Growth Pact rules. As regards the fight against terrorism, our focus will be on the issue of money laundering. In the field of insurance, we will support efforts to improve the regulation of compulsory motor third party liability insurance, taking into account relevant rulings of the European Court of Justice. (p. 6)

MIFID II – SELECTED ISSUES OF THE NEW LEGAL PACKAGE

Filip Oller

Directive 2014/65/EU ('MiFID') together with Regulation (EU) No 600/2014 ('MiFIR'), collectively referred to as MiFID II, was adopted in the wake of the financial crisis with the aim of enhancing investor protection and ensuring transparency of financial trading. The main objective of the MiFID II package is to strengthen the existing legal framework and introduce a single European rulebook for investment services and investment activities, as well as for ancillary investment services. It broadens the scope of financial instruments and takes account of technical advances in the investment business. MiFID II will enter into force on 3 January 2018. The aim of this paper is to present an analysis of the main reasons for the new legislation and their consequences in selected areas. (p. 11)

NEGATIVE USD SWAP SPREADS – A NEW NORMAL?

Ľudovít Kúttnik, Národná banka Slovenska

The article discusses the recent development of USD swap spreads. The spread between Treasury yields and swap rates has narrowed post the global financial crisis. Since September last year the spread has moved into negative territory for the first time for most of the curve. This has attracted a great deal of market attention and a number of explanations have been offered to rationalise the move. The change in the regulatory landscape seems to be much of the story – resulting in the structural change in supply/demand dynamics in interest rate swaps. Record US corporate bond issuance last year and central banks activities did also play a role in the last few months. Even though there were signs of a reversal in the shorter maturities at the end of the first half of this year, the fact that the decline in longer end of the curve was caused by more heavy structural factors suggests, that the normalization of the relationship between Treasuries and swaps in longer maturities should not be expected in the near future. (p. 15)

FISCAL MULTIPLIERS IN THE SLOVAK ECONOMY (DSGE SIMULATION)

Juraj Zeman, Národná banka Slovenska

In order to calculate fiscal multipliers for Slovakia, the author used a small open DSGE model of Slovakia constructed by Zeman and Senaj (2009), augmenting it with a more sophisticated fiscal sector that comprises government expenditure components (government consumption, investment, and social transfers to liquidity-constrained households) and government revenue components (personal income tax, employers' social contributions, VAT, and lump-sum tax). In order to meet the Fiscal Compact criteria, the Slovak government set out a plan of public finance consolidation for the period 2013-2017. According to the fiscal multipliers calculated in this paper, the consolidation will cause an aggregate loss of 2.5% of GDP during this period. (p. 22)

INTRODUCTION OF THE NEW EUROPA SERIES €50 BANKNOTE

Gabriel Schlosser, Národná banka Slovenska

On 5 July 2016 the new €50 banknote of the Europa series was unveiled at the European Central Bank, in Frankfurt am Main, Germany. Although resembling the first series €50 banknote issued in 2002, it has a revamped look and includes several new and enhanced security features. The watermark and the hologram incorporate a portrait of Europa, a figure from Greek mythology from whom the name of our continent is derived. Like the other banknotes in the Europa series, the hologram security feature includes a portrait window. Another security feature is a number that changes colour from emerald green to deep blue when tilted. The Europa series, like the first series of euro banknotes, is easy to check using the "FEEL, LOOK and TILT" method. The new banknote will start circulating across the euro area on 4 April 2017. (p. 27)

